

**Carta ínterin a co-inversores del SIH BrightGate Global Income
1er semestre de 2026**

13 de julio, 2026, Madrid

*“In order to confuse your enemies, first confuse yourself.”
Don Tzu, plataforma X (anteriormente Twitter), circa 2026.*

Queridos co-inversores,

El Fondo cerró el primer semestre del 2026 con un NAV (Clase A) de 159.0, lo que representa una rentabilidad neta del 1,4%, frente al 0,9% (en euros) del BofA US High Yield Index y del 0,1% del BofA US Corporate Index. Aunque el Fondo no tiene ningún índice de referencia, creemos que los dos índices anteriores recogen en gran parte nuestro potencial universo de inversión, con la salvedad de que nuestro Fondo, por construcción, opera con duraciones más cortas y generalmente mantiene un porcentaje invertido en efectivo y equivalentes.

Como hemos venido mencionando en años anteriores, los resultados semestrales deben interpretarse con cautela. Aunque creemos que a largo plazo el comportamiento del Fondo estará en línea con los objetivos marcados cuando se lanzó (Euribor + 300 puntos básicos), las oscilaciones del valor liquidativo a corto plazo, tanto al alza como a la baja, pueden ser en gran medida aleatorias y no ser representativas de la creación (o destrucción) de valor acaecida en cada una de nuestras empresas.

El Fondo ha reflejado, a lo largo del semestre, un comportamiento ligeramente superior al de los índices anteriores, pese a mantener una proporción sustancial de sus activos en efectivo y equivalentes. No obstante, como esperamos dejar claro a lo largo de la carta, seguimos pensando que, al igual que el año pasado, *el elevado grado de complacencia actualmente imperante en los mercados de crédito es extremadamente peligroso*, con el añadido este semestre de que dichas valoraciones exuberantes (tanto en renta fija como en renta variable) se están produciendo en medio del shock energético más grande de la historia.

La frase con la que encabezamos esta carta (*“In order to confuse your enemies, first confuse yourself”*) empezó a circular como meme en las redes sociales chinas al poco del comienzo del conflicto en Oriente Medio. Para la población china y, semanas más tarde, para el resto del mundo fuera de Estados Unidos, la frase ha pasado a ejemplificar el enorme deterioro de las instituciones democráticas estadounidenses, caracterizado por la nula planificación y la aparente arbitrariedad en la forma en que se toman las decisiones – tanto las de política nacional como las de política internacional.

Sin embargo, y para nuestros propósitos, no solo es la administración estadounidense la que parece estar profundamente confundida, sino también los mercados financieros, los cuales parecen haber metabolizado el caos que reina en la política nacional y han adaptado la filosofía de “todo vale”. Creemos firmemente que no exageramos cuando decimos que *el primer semestre de este año pasará a los libros de historia financiera como uno de los más absurdos en la historia de los mercados*.

Por un lado, y como detallaremos en la siguiente sección, hemos presenciado, desde el cierre del Estrecho de Ormuz a principios de marzo, la mayor disrupción física de la historia en los mercados de energía, aunque sin ningún impacto aparente (todavía) en los precios del petróleo, gas natural, carbón térmico o electricidad. A pesar de que los precios del petróleo y del gas natural subieron fuertemente durante las primeras semanas del conflicto, han corregido gran parte de las subidas y, de hecho, según escribimos estas líneas, el precio del petróleo está en línea con los niveles a los que cotizaba justamente antes del comienzo del conflicto.

En paralelo, la burbuja relacionada con todo el ecosistema de la IA se ha seguido inflando de manera imparable. Si en la carta anterior ya advertíamos sobre las elevadas valoraciones de los índices en su conjunto (especialmente los estadounidenses), en estos seis meses los precios de las acciones tecnológicas han seguido su inevitable ascenso, convirtiendo la burbuja actual en la mayor de la historia, por encima de las burbujas de 1929, del 1973-‘74 y la del 2000. Las narrativas futuristas imperan por doquier y, cuanto más disparatadas, mejor, ya que así imposibilitan poder calcular ningún beneficio a corto o medio plazo – lo cual anclaría la valoración a niveles más mundanos. Tenemos ya desde empresas que prometen enviar centros de datos al espacio con valoraciones superiores a los dos billones de dólares, hasta varias empresas de centros de datos terrestres que valen cientos de miles de millones con elevados volúmenes de deuda y con un apetito insaciable para obtener más capital, pasando por empresas sin modelos de negocio, pero cuyas valoraciones se han disparado porque “se dedican a la inteligencia artificial”. Finalmente, como no podía ser de otro modo, también tenemos los siempre clásicos ejemplos de empresas cíclicas que van a dejar de serlo (*esta vez es diferente*), ya que por lo visto han convertido sus negocios en algo más similar a “infraestructura necesaria”, posibilitando así fuertes ampliaciones en los múltiplos a los que cotizan.

En el lado del crédito, hemos seguido presenciando cómo el insaciable apetito de la IA por capital adicional ha hecho que se emitan volúmenes significativos de deuda en los mercados de crédito – tanto en grado de inversión como en alto rendimiento. Al final, estos volúmenes de deuda tendrán que ser repagados (o refinanciados) en algún momento, algo que se nos antoja francamente difícil una vez que uno entiende que todo este ecosistema depende, en última instancia, de dos empresas, Anthropic y OpenAI – las cuales tendrían calificaciones crediticias cercanas a las de bono basura si cotizasen, en vista de sus estados financieros.¹

No solo las valoraciones bursátiles y los estándares crediticios se han ido alejando más y más de la realidad en estos últimos meses. Adicionalmente, hemos ido conociendo *nuevos detalles que cuestionan seriamente la sostenibilidad a corto plazo de todo el modelo de negocio actual de la IA*.

Recientemente, Anthropic y OpenAI han movido su modelo de negocio desde una tarifa basada en una suscripción plana a una basada en el número de tokens gastados. Inevitablemente, los clientes han ido descubriendo que los costes de los LLMs habían estado siendo fuertemente subvencionados por estas empresas, siendo el coste real mucho más alto. Desde clientes que “accidentalmente” han [gastado en un mes 500 millones de dólares de](#)

¹ El artículo de este [enlace](#) explica perfectamente cómo la burbuja actual podría conceptualizarse como una burbuja inmobiliaria, pero esta vez no con activos residenciales, sino con centros de datos, en la que básicamente todo el ecosistema acaba dependiendo de dos inquilinos que son los que realmente están demandando la mayoría de la capacidad de computación.

[presupuesto](#), hasta el director de operaciones de Uber, afirmando que la empresa se gastó [su presupuesto anual de tokens en solo cuatro meses](#), pasando por Meta, que recientemente ha [restringido el uso de la IA](#) a sus empleados tras ver sus elevados costes.

En otras palabras, según las empresas corten las subvenciones actuales, *los usos actuales de la IA van a quedar muy reducidos en clientes que puedan asumir los elevados costes de la operación* – es decir, clientes de empresa que lo necesiten para tareas muy concretas. Para el resto de la gente, la IA es claramente hoy en día un producto con [rentabilidades sobre la inversión negativas](#).

Todo lo anterior es patente cuando se miran los números de OpenAI, que fueron publicados hace unas semanas por el [Financial Times](#) y [Ed Zitron](#). En ellos, podíamos comprobar cómo las pérdidas de OpenAI se disparaban desde los 5.000 mil millones de dólares en el 2024 hasta casi los 40.000 millones (sí, es correcto, *no* he puesto un cero de más), como consecuencia de una estrategia de querer obtener clientes adicionales e ingresos a todo coste, sin importar la sostenibilidad del negocio. Aunque todavía no disponemos de suficiente detalle adicional de las cuentas, no sería de extrañar que OpenAI (y, probablemente, Anthropic) estén moviendo una gran parte de sus costes de la partida de coste de ventas, mejorando así sus márgenes brutos, hacia otras partidas de costes fijos como gastos de investigación y desarrollo. ¿Con qué propósito? Con la idea de poder afirmar que el modelo de negocio es ya rentable en la parte de inferencia (en donde una gran parte de los costes son variables), mientras que la parte cara del proceso es el entrenamiento de nuevos modelos, que está por debajo de la línea de margen bruto. Dario Amodei [ha afirmado](#) que, si no fuese por el entrenamiento de los nuevos modelos, el negocio sería ya rentable – una afirmación que, obviamente, no podemos confirmar y que es dudosa en el mejor de los casos.

Con independencia de la importancia que puedan tener estos juegos contables, la realidad es que el modelo de negocio de todas estas empresas es bien diferente al de las de software, que es el modelo con el que se comparan y las valoraciones a las que les gustaría cotizar en una potencial salida a bolsa. Mientras que en el caso de las empresas de software la estructura de costes cuenta con una gran parte de costes fijos y un coste mínimo para servir a un cliente adicional, las empresas de IA cuentan con costes fijos aún mayores y un porcentaje importante de costes variables, ya que el coste de los tokens está directamente ligado al uso.

Otros hechos como que OpenAI haya [pospuesto su salida a bolsa](#), que esté considerando [recortes en los precios](#) (cuando en teoría la demanda es infinita), que se nos intente impresionar [con nombres como Mythos](#) diciendo que los [modelos ya son muy poderosos](#) como para que anden por ahí sueltos, o directamente [presentaciones que nos enseñan a cómo valorar empresas](#) utilizando gansos y huevos de oro, son claros síntomas, en nuestra opinión, de que el sector todavía está intentando resolver la pregunta existencial de *cómo van a poder rentabilizar toda la inversión que el sector privado está acometiendo*. Como explicaremos más tarde, y esta es probablemente *la dinámica a corto plazo más importante a entender*, la inversión genera automáticamente beneficios en el corto plazo; sin embargo, según los volúmenes de inversión disminuyan por cualquier motivo es entonces cuando quedará patente que el objetivo de rentabilizar todas estas inversiones de cara al 2030 es, simplemente, una quimera.

El resto de la carta de este semestre está estructurado como sigue. En primer lugar, nos gustaría ofrecer algunas observaciones sobre la crisis energética actual y sus potenciales

implicaciones tanto para los mercados como para nombres individuales. A continuación, explicaremos un aspecto de la ecuación de Levy-Kalecki que dejamos sin explorar en la carta de hace seis meses, pero que creemos que es crucial para entender las dinámicas a corto plazo que está teniendo el boom de inversión privada del negocio de la IA sobre la generación de beneficios en la economía estadounidense. Finalmente, como en años anteriores, explicaremos las principales posiciones que componen la cartera, así como una breve tesis de inversión sobre una de las compañías que hemos adquirido recientemente.

Confesiones de unos contadores de barriles

Sin duda, el mayor evento en los mercados este semestre ha sido el cierre del Estrecho de Ormuz. Considerada la principal arteria del comercio de petróleo del mundo, el Estrecho se cerró a principios de marzo y, desde entonces, ha estado completa o parcialmente cerrado. Para muchos analistas de geopolítica o de los mercados de la energía, no solo un cierre tan largo era tradicionalmente considerado impensable, sino simplemente el hecho de que se cerrase por un corto período de tiempo. En el resto de la sección explicaremos nuestra visión sobre el impacto del cierre sobre los mercados de la energía, sin aventurarnos en evaluar ni las razones por las que Estados Unidos ha entrado en el conflicto ni, tampoco, los posibles impactos geopolíticos de largo plazo que dejará ni tampoco qué tipo de acuerdo se alcanzará en las próximas semanas – si es que finalmente se alcanza uno.

Para dar una magnitud del impacto del cierre del Estrecho, desde el inicio del conflicto se han perdido diariamente unos 12-13 millones de barriles de producción (Mbpd) entre Arabia Saudí, los Emiratos, Kuwait e Irak. Conviene señalar que esta cifra ya tiene en cuenta las rutas alternativas que se han habilitado hacia el Mar Rojo y Fujairah; sin ellas, las pérdidas de producción habrían alcanzado los 19-20 Mbpd, ya que tanto Arabia Saudí como los Emiratos se hubiesen quedado rápidamente sin capacidad de almacenamiento y, al igual que sus vecinos, hubiesen tenido que parar la producción en todos sus campos.

Dado que la demanda mundial de petróleo antes del conflicto era de 104 Mbpd, la producción media perdida diaria representa el 12% del total, un impacto sin precedentes en la historia del petróleo.

Si el impacto ha sido tan elevado, ¿por qué los precios del Brent se sitúan hoy en unos 73 dólares, lo mismo a lo que cotizaba justo antes del inicio de la guerra? En el mundillo de la energía, los analistas encargados de estudiar si los mercados están en equilibrio o no tienen básicamente como tarea estimar cuántos barriles se producen en un momento determinado y cuántos se demandan, para que una vez que se entienden ambas variables poder encontrar finalmente la evolución de los inventarios, que son en última instancia los que determinan los precios de la materia prima a medio plazo. Tradicionalmente, a estos analistas se les conoce en la industria, de manera un poco despectiva, como “contadores de barriles”, y son de las personas más informadas en el mundo para poder opinar sobre la evolución esperada de los precios de una materia prima en particular.

Según hemos seguido la evolución del conflicto estos tres últimos meses, no diría que nos hemos convertido en contadores de barriles al cien por ciento de nuestro tiempo, pero casi. Y, al igual que la mayoría de los contadores de barriles más reputados del mundo, *nos hemos quedado francamente sorprendidos por el poco impacto que ha tenido el conflicto sobre los*

precios de la energía – con la excepción de los márgenes de refino, como explicaremos más adelante.

El consenso general entre los contadores de barriles ahora mismo es que los dos mayores contrapesos a las pérdidas de producción han sido, respectivamente, la flexibilidad que ha demostrado la economía china y la liberación de barriles de reservas estratégicas por parte de varios gobiernos del mundo desarrollado. Dado que este segundo factor ha sido ampliamente analizado, y que previsiblemente perderá peso en las siguientes semanas dado que el calendario original estipulaba menores flujos de salida a partir de ahora (a menos que acuerden otro anuncio conjunto para liberar más barriles en las próximas semanas), nos centraremos en dar una explicación sobre lo que está sucediendo en la economía china.

En primer lugar, China ha reducido con fuerza las importaciones de crudo desde marzo, con una disminución que ha llegado a alcanzar los 5 Mbpd en las primeras semanas de junio. Dado que las importaciones chinas han estado en el rango de los 10-12 Mbpd en los últimos años, dicha caída representa un 40% respecto a los volúmenes previos al conflicto. Para dar una idea a los lectores de lo insustituible que es la demanda de petróleo a corto plazo, durante los cierres del Covid durante los primeros meses del 2020, la mayor caída a nivel global que se registró fue del 25-30% de la demanda, que se produjo en abril. En otras palabras, pensar que China ha destruido en estos meses una cantidad de demanda mayor en un espacio de tiempo tan reducido y, sobre todo, sin haber sido incentivada por precios altos durante un período de tiempo prolongado, es claramente irrealista.

La caída de las importaciones se ha reflejado también en el volumen de productos refinados. Durante estos meses, las refinerías han reducido drásticamente la utilización de sus capacidad, operando en muchos casos en los mínimos operacionales que pueden aguantar las refinerías – en torno al 50-60%. Como veremos más adelante, la reducción de capacidad efectiva china está teniendo impactos de largo alcance en los márgenes de refino mundiales.

La explicación más plausible es que dicha caída en las importaciones (y en los volúmenes refinados) ha sido cubierta en parte por una pequeña cantidad de destrucción de demanda, que los analistas cifran en el entorno de 1-2 Mbpd (derivada principalmente de la caída en productos petroquímicos y, en mucha menor medida, de un menor volumen de tráfico aéreo²), y el resto por inventarios estratégicos que, desgraciadamente, al estar bajo tierra, no son observables. Durante estos últimos años, varios analistas ya habían advertido sobre la [aparente arbitrariedad de los datos de importaciones de petróleo chinas](#), sugiriendo que los elevados volúmenes registrados en el 2023 eran más fruto de una acumulación de inventarios que de una demanda final robusta. De hecho, la desaceleración económica producida desde el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en el 2022 ha debido tener un impacto importante sobre la demanda de productos de petróleo – especialmente el diésel.

Pero volviendo a la actualidad, dado que desconocemos el tamaño total de las reservas estratégicas chinas, es difícil saber cuánto tiempo más puede China estar usando sus inventarios estratégicos para rebalancear los mercados energéticos globales. Lo que sí podemos aventurar es que *si quieren volver a construir sus inventarios estratégicos una*

² Otro factor que se suele mencionar ha sido el impacto de la flota de coches eléctricos sobre el consumo de la gasolina. Sin embargo, aunque la penetración que están teniendo los coches eléctricos en China es de las más altas del mundo (si tenemos en cuenta los vehículos eléctricos puros más los híbridos enchufables, dicha cuota fue algo superior al 50% en el 2025), como porcentaje del parque automovilístico siguen estando ligeramente por encima del 10%. Aunque no es un número desdeñable, no es claramente la razón por la reducción de las importaciones en China.

vez finalice el conflicto, la demanda china adicional de barriles se convertirá en un viento de cola para los próximos trimestres, al igual que ha ocurrido hace unos años.

Una conclusión similar podemos avanzar en el caso de los inventarios, tanto estratégicos como comerciales, del resto del mundo. En este caso, dado que conocemos los números, es más fácil valorar el impacto que ha tenido el conflicto sobre estos inventarios. En la mayoría de estos casos, y a diferencia de China, los volúmenes de inventarios están muy por debajo de sus medias históricas, y en algunos casos es muy probable que estén cerca de sus mínimos operacionales. Aunque creemos que hemos pasado lo peor del conflicto en cuanto a pérdidas de producción, si las negociaciones se alargan o directamente se rompen podríamos presenciar caídas aceleradas adicionales de inventarios y, esta vez, a diferencia de finales de febrero, los niveles de inventarios ofrecen poco colchón – el volumen de inventarios perdidos estos tres meses ha ascendido a aproximadamente mil millones de barriles.

Si nos movemos en la cadena de valor desde la producción del crudo al proceso de refino, la historia no podría ser más distinta. Aunque el impacto del conflicto en la industria del refino en términos de volúmenes ha sido algo menor que en el caso de la producción (como detallaré, la capacidad de refino del Golfo Pérsico asciende a unos 10Mbpd), los márgenes de refino según escribimos estas líneas siguen cerca de máximos históricos, mientras que el crudo sigue en los niveles previos al conflicto. Si se quiere entender el impacto de la crisis energética sobre la economía mundial, uno no debería considerar a la industria del refino como una mera nota a pie de página: dado que los márgenes actuales de refino (dependiendo del área geográfica) se sitúan en una amplia horquilla de entre 50 y 80 dólares por barril, eso significa que para llegar al precio de los productos refinados (ej. gasolina), uno tiene que sumarle estos márgenes elevados al precio del crudo. Dado que los márgenes de refino no han dado respiro, los precios de los productos siguen en niveles muy elevados, con potenciales ramificaciones en los índices de precios y actividad económica.

Los titulares de la prensa han quedado acaparados por la caída en la producción de crudo, la más grave de la historia. Menos comentado ha sido el hecho de que tras el Estrecho hay también una capacidad de refino sustancial. La capacidad se desglosa como sigue: Arabia Saudí (3,3 Mbpd), Irán (2,4), Kuwait (1,5), Emiratos (1,4), Irak (0,4) y Catar y Baréin (ambos con 0,4). Para despejar dudas, parte de esa capacidad no se ha visto afectada: la refinería YASREF de Aramco, por ejemplo, está situada en Yanbu y tiene acceso a las rutas del Mar Rojo. Aun así, creo que la cifra agregada del Golfo Pérsico ofrece una idea del impacto que ha tenido el cierre del Estrecho sobre la capacidad mundial. Por otro lado, el alcance del daño en muchas refinerías (Ras Tanura, Samref, Ruwais, Mina al-Ahmadi y Mina Abdullah han sido atacadas en algún momento durante el conflicto) no está claro, pero es probable que provoque un retraso de varias semanas o meses incluso en el caso de que los flujos se normalicen finalmente.

A la pérdida de capacidad en el Estrecho se suma el hecho explicado más arriba: las refinerías asiáticas, y muy en especial las chinas, han venido operando en los últimos meses muy por debajo de su capacidad máxima. Finalmente, los ataques ucranianos de los últimos meses han hecho mella también en la capacidad de Rusia para refinar productos, con estimaciones que circulan situando las pérdidas en un 20% de la capacidad total del país – alrededor de 1Mbpd en pérdidas.

En cualquier caso, dando un paso atrás, *lo esencial es comprender que la demanda mundial de productos apenas ha disminuido, mientras que la oferta (la capacidad de refino) se ha*

contraído de forma severa, dando lugar a caídas sin precedentes en los inventarios de productos. Estas caídas, que continuarán a corto plazo hasta que el flujo del Estrecho esté normalizado, se han traducido en márgenes de refino estadounidenses cercanos a máximos históricos. De cara al futuro, el factor relevante para las empresas de refino no es tanto si llegaremos a nuevos niveles récord, sino cuánto durará el entorno actual de márgenes elevados. Aunque dichos márgenes fueron muy elevados en 2022, el impacto de la guerra de Ucrania fue relativamente superficial en términos de capacidad perdida – y, aun así, proporcionó a las refinerías un impulso importante que se extendió un par de años. Estamos convencidos de que la crisis actual es mucho más profunda que la anterior.

No nos gustaría concluir esta sección sin al menos mencionar que, aunque somos optimistas a corto plazo tanto con las empresas de producción como de refino, *a medio plazo deberíamos ser más cautos*. El cierre del Estrecho ha abierto la caja de Pandora con varias dinámicas de largo alcance que se irán manifestando en los próximos años. La principal dinámica positiva ya la hemos comentado: la necesidad de recuperar los volúmenes de inventarios perdidos con el fin de estar preparados para otra eventualidad. Las negativas, por otra parte, son al menos dos. La primera, que muchos países seguirán empujando, de una manera acelerada ahora, sus agendas de independencia energética, las cuales implicarán, en mayor o menor medida, más peso de las renovables, la nuclear y los coches eléctricos en el mix energético. La segunda es que, tras la salida de los Emiratos de la OPEP, así como las recientes amenazas de Iraq de seguir el mismo camino, la disciplina productora del grupo va a ser más cuestionable. Aunque hasta que no se normalicen completamente los flujos es difícil saber cuánto podrán llegar a producir los Emiratos, varias estimaciones apuntan a que podrían llegar a los 5 Mbpd – una cantidad adicional considerable.

En cualquier caso, las inversiones en renta fija en productoras de petróleo y de refino deberían funcionar bien, ya que en muchos casos solo hacen falta unos pocos trimestres de beneficios extraordinarios para poder repagar la deuda anticipadamente. Adicionalmente, y de manera puramente táctica, estas inversiones deberían comportarse mejor en el hipotético escenario de un repunte de la inflación (y una ampliación de los diferenciales crediticios) si finalmente los problemas en las cadenas de suministro son más agudos de lo esperado.

Una breve observación adicional sobre los beneficios de la economía estadounidense y la ecuación de beneficios Levy-Kalecki

En la carta de hace seis meses expusimos el funcionamiento de la ecuación de beneficios Levy-Kalecki y su aplicación al caso de la economía estadounidense. Como argumentamos, la proporción de los beneficios corporativos respecto al PIB (o lo que es igual, el margen agregado de beneficios) ha venido ampliándose paulatinamente a lo largo de este siglo, hasta situarse actualmente en máximos históricos, en torno al 13-14%. Defendimos que la mejor explicación para este ascenso residía en el fuerte aumento de los déficits fiscales, habiendo pasado de aproximadamente un presupuesto equilibrado durante la administración Clinton a los recientes déficits elevados, en niveles del 5-7%. La conclusión con la que cerrábamos la sección es que el mercado estaba aplicando múltiplos sin precedentes sobre una corriente de beneficios que, a su vez, se encontraba también en niveles récord.

Pasamos por alto, sin embargo, explorar a fondo la que probablemente sea ahora la aplicación más relevante de la ecuación de los beneficios, y no es otra que *el impacto que*

están teniendo los elevados volúmenes de inversión en el ecosistema de la IA sobre los beneficios del sector corporativo.

Dicho de otro modo, la pregunta que seguramente muchos lectores se han estado haciendo últimamente es la siguiente: ¿cómo puede coexistir una inversión tan colosal en centros de datos, que sabemos que está abocada a no ser rentable, con un crecimiento tan rápido de los beneficios de las compañías del S&P? Es una pregunta absolutamente legítima que, de hecho, se está [formulando a diario la prensa financiera](#) – aunque, de momento, con respuestas poco satisfactorias.

Dando un paso atrás, a modo de recordatorio, la ecuación de los beneficios es la siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Beneficios después de impuestos} &= \text{Inversión neta} - \text{Ahorro de los hogares} \\ &+ \text{Déficit fiscal} - \text{Déficit sector exterior} + \text{Dividendos} \end{aligned}$$

Como se puede comprobar, el primer término de la expresión sostiene que unos mayores volúmenes de inversión se corresponden con unos mayores beneficios. Aunque dicha relación pueda parecer a primera vista paradójica, se vuelve intuitiva una vez que se entiende cómo funciona la contabilidad a nivel individual de las empresas. Por un lado, las inversiones en capital fijo son simplemente una salida de caja para la empresa que las realiza, sin ningún impacto a corto plazo en su cuenta de resultados – y, por lo tanto, sin ningún impacto en sus beneficios. Por otro lado, la empresa que vende las inversiones en capital fijo registra en su cuenta de resultados una venta de (digamos) maquinaria y, por lo tanto, un beneficio. Al consolidar las cuentas de resultados de este sencillo sector empresarial compuesto por dos empresas, *resulta evidente que los beneficios han aumentado como consecuencia del aumento de la inversión.*

Naturalmente, en períodos sucesivos, y salvo que ocurran otras transacciones, la depreciación de la maquinaria comenzará a reflejarse en la cuenta de resultados de la empresa que la adquirió, pero es un efecto que no se manifiesta de inmediato, sino diferido (y de manera lineal) en el tiempo.

En suma, todos los fuertes incrementos de beneficios empresariales que han acompañado a todas las grandes burbujas del capitalismo no se han derivado del impacto de las nuevas tecnologías, sino de una explicación mucho más prosaica: *las propias reglas contables bajo las que hemos organizado los sistemas capitalistas modernos encierran en su seno, por definición, estas propias dinámicas.*

La siguiente tabla, [procedente de S&P Global](#), ilustra uno de estos episodios: los años inmediatamente anteriores a la burbuja de las puntocom y las telecomunicaciones. En ella pueden apreciarse, en la primera columna, la evolución de los beneficios operativos por acción, desde el segundo trimestre de 1998 hasta el mismo trimestre de 2001:

Fecha	Beneficios trimestrales operativos por acción (\$)	Precio del S&P500 (\$)
2Q'01	9,02	1.224,4
1Q'01	10,73	1.160,3
4Q'00	13,11	1.320,3
3Q'00	14,17	1.436,5
2Q'00	14,88	1.454,8
1Q'00	13,97	1.498,6
4Q'99	13,77	1.469,2
3Q'99	12,97	1.282,7
2Q'99	13,21	1.372,7
1Q'99	11,73	1.286,4
4Q'98	11,45	1.229,2
3Q'98	10,45	1.017,0
2Q'98	11,43	1.133,84

Beneficios trimestrales operativos por acción (no anualizados) y cotización del S&P500, respectivamente, 2Q'98-2Q'01. Fuente: [S&P Global](#).

Los beneficios por acción eran de 10,4 en el tercer trimestre de 1998 y, a partir de ahí, tuvieron una subida imparable hasta alcanzar los 14,9 en el segundo trimestre de 2000 – cerca de un 43% de subida en menos de dos años. Durante todo ese período, la inversión en fibra y en el resto de equipamiento necesario para vertebrar la era digital, como rúters y semiconductores, fluyeron directamente como beneficios hacia empresas como Cisco e Intel. Resulta revelador que la burbuja pinchara precisamente en el momento más álgido de los beneficios. A partir de ahí, el desplome de la cotización de estas acciones durante esos meses fue uno de los detonantes de la dinámica inversa: precios más bajos, que desencadenaron menores órdenes de inversión en capital fijo, que a su vez desencadenaron menores beneficios que, a su vez, acababan retroalimentando precios aún más bajos como consecuencia de la revisión de las expectativas. Para cuando se completaron varias rondas de este círculo vicioso, *los beneficios operativos se habían desplomado en menos de un año hasta los 9 dólares*, alcanzando la friolera caída de casi el 40%. Fue una contracción comparable a la que sufrió el sector corporativo estadounidense durante la Crisis Financiera Global, un episodio mucho más dramático en sus consecuencias económicas que el pinchazo de la burbuja puntocom. Aun así, el ciclo de retroalimentación inversión-beneficios-precios había sido tan poderoso durante los años previos al estallido que bastó para propiciar un desenlace similar al de una de las peores crisis financieras en la historia de Estados Unidos.

Las dinámicas actuales son exactamente idénticas a las de aquella burbuja. La diferencia es que esta vez los volúmenes de inversión están fluyendo como beneficios hacia un grupo más reducido de empresas: las de semiconductores. Por lo demás, una vez comprendida esta dinámica, *no debería sorprendernos que los beneficios operativos del S&P sigan creciendo a tasas elevadas*, incluso en un contexto de crecimiento económico mediocre. Basta con que la inversión de las grandes empresas y del resto del ecosistema se empiece a enfriar por cualquier motivo (bien sea por falta de apetito por nuevas emisiones de deuda o fondos propios o, lo que será más probable, por una divergencia en la cotización entre las empresas que realizan la inversión y las que la reciben como beneficios) para que toda la dinámica ascendente tome el rumbo inverso. Aunque intentar acotar plazos es una tarea fútil en el mundo de las inversiones, no nos extrañaría que ocurriese en los próximos trimestres, dados los elevadísimos volúmenes de inversión de los que estamos hablando.

Kalecki concluyó sus reflexiones sobre la ecuación de los beneficios con un famoso aforismo escrito en su habitual estilo, elegante y lacónico: “[l]a tragedia de la inversión es que provoca crisis porque es útil. Sin duda mucha gente considerará que esto es paradójico. Pero no es la teoría la que es paradójica, sino su realidad – la economía capitalista.” Lo que jamás pudo sospechar ni una mente tan brillante como la suya es que, un siglo después de que formulase su ecuación, la paradoja no sería que “la tragedia” de la inversión que estamos acometiendo es que fuese útil, *sino completamente inútil*, dada la depreciación acelerada y el riesgo de obsolescencia tecnológica a la que se verán sometidos estos activos.

Composición actual de la cartera

Entrando en la composición de la cartera, el porcentaje invertido es superior al que teníamos en diciembre: el porcentaje de efectivo y equivalentes ha pasado de un 16,7% a un 13,8%. La rentabilidad a vencimiento (YTW) ya cubierta a euros se sitúa en el 5,4%, en línea con la que teníamos a principios de año.

Como mencionamos el año pasado, las rentabilidades a vencimiento de los mercados en renta fija son más atractivas de lo que han sido durante la década pasada, pero dicho efecto ha sido el resultado de unos tipos gubernamentales más altos, ya que los diferenciales crediticios siguen, al igual que en semestres anteriores, en los niveles más bajos de la última década. En otras palabras, *el riesgo crediticio sigue estando mal remunerado en estos momentos*, y todas las emisiones de crédito relacionadas con la IA que explicábamos en la introducción solo han agravado la situación. El Fondo actualmente tiene una rentabilidad ligeramente inferior a los índices de HY, pero con una calidad crediticia media superior, sin ninguna exposición a deuda de centros de datos, así como el 13,8% que mencionábamos que está invertido en caja y obligaciones gubernamentales a corto plazo.

A este respecto, es apropiado comentar que, por primera vez en la historia del vehículo, hemos asignado una parte de nuestro efectivo a bonos gubernamentales protegidos contra la inflación (TIPS). Aunque el porcentaje que hemos invertido en TIPS no es la totalidad de nuestra posición en deuda gubernamental a corto plazo, hemos creído prudente la compra dada la complacencia del mercado con los diferenciales de inflación a corto plazo. En nuestra opinión, dichos diferenciales no reflejan la nueva realidad a la que estarán expuestas innumerables cadenas de suministros en los próximos meses, tanto por los fuertes incrementos de los precios de la energía, como por el incremento de muchos componentes tecnológicos, especialmente la memoria – componentes que tradicionalmente han sido deflacionarios en los índices de precios y que, por primera vez en décadas, están presionando fuertemente al alza.

En cualquier caso, y a riesgo de sonar repetitivos, nuestra opinión anterior no es una predicción de qué va a ocurrir, sino simplemente una observación de que estos riesgos de cola no pueden estar en precio, ni de lejos, en los actuales estrechos diferenciales crediticios.

A continuación, detallamos las principales inversiones del Fondo, ordenadas por sus pesos relativos. Como viene siendo costumbre, las hemos agrupado por temáticas con el fin de facilitar la visión agregada de la cartera:

Refinerías y activos midstream

Es en el segmento de refinerías y activos *midstream* en donde hemos realizado más esfuerzos este semestre en identificar oportunidades de inversión. Como consecuencia, la exposición que tenemos a este grupo es, por primera vez en la historia del Fondo, la mayor, ascendiendo a casi el 23%. Las principales posiciones que tenemos en este grupo, por orden de peso, son: Enterprise Products Partners, MC Brazil, Golar LNG, TC Energy, Venture Global, CVR Energy, Sasol y PBF Energy.

Lo primero a resaltar es que los mercados finales de todas estas empresas son muy distintos entre sí, a pesar de que de acuerdo con las categorías establecidas de clasificación sectorial caigan todos bajo la misma rúbrica. Esencialmente, tenemos un grupo de tres refinerías (MC, CVR y PBF), otro grupo de dos empresas dedicadas a la infraestructura del gas natural licuado (Golar LNG y Venture Global), otras dos dedicadas a la infraestructura del petróleo (Enterprise y TC) y, finalmente, una empresa dedicada a los productos químicos y el carbón (Sasol). En una sección posterior dedicamos algo de espacio a explicar el caso de inversión de MC Brazil, una de las nuevas adquisiciones, para dar simplemente un ejemplo más detallado de cómo hemos aproximado el análisis crediticio en este segmento de la cadena de valor del petróleo y cómo se verán beneficiadas estas empresas en los próximos trimestres.

Productores de petróleo

Los productores de petróleo siguen representando una parte importante del grueso de la cartera, con una exposición de alrededor del 21%, exposición que hemos ido aumentando gradualmente durante este semestre. Creemos que, en términos generales, siguen siendo una de las mejores oportunidades en los índices de crédito ahora mismo, no solo por los vientos de cola que deberían disfrutar a corto plazo, sino porque además siguen cotizando a descuento frente a la rentabilidad que ofrecen los comparables de otros sectores.

Nuestras principales posiciones, por peso, son: Kistos Energy, EnQuest, W&T Offshore, IPCO, Panoro Energy, Kosmos Energy y Genel Energy. Como comentaremos en una sección posterior, hemos vendido varias de las posiciones en productores que teníamos a principios de año para hacer hueco a otros nombres que pagan más y que no deberían tener problema en atender sus compromisos de deuda en un entorno de 70\$ por barril. Al igual que explicábamos en la sección anterior sobre refinerías y activos *midstream*, nos gustaría recordar que la exposición en el grupo de los productores no es tampoco tan homogénea como parece a simple vista. Aunque el mercado final de todos estos productores es el mismo, cada uno de ellos opera en geografías diferentes, con sistemas impositivos diferentes, tienen pesos relativos entre petróleo y gas natural diferentes y planes de asignación de capital diferentes.

Kistos Energy y EnQuest tienen la mayoría de sus reservas concentradas fundamentalmente en el Mar del Norte; W&T Offshore, por su parte, las tiene en el Golfo de Méjico; y Panoro y Kosmos, en África. Estos dos últimos nombres son los que más hemos incrementado durante este semestre dada su combinación de rentabilidades atractivas (cercanas al doble dígito cuando los compramos), equipos directivos profesionales y activos que son rentables a un Brent de 65 dólares el barril. Curiosamente, a finales de febrero hubo una transacción entre ellas, cuando Panoro anunció la adquisición a Kosmos de su participación (40,4%) en los activos de Guinea Ecuatorial, por un importe de \$180M, pagando un modesto múltiplo de

3,9\$ por barril de reservas 2P. Panoro acudió al mercado con un tap de \$150M al que acudimos gustosamente tanto por el racional de la operación como por la mayor liquidez del bono. Finalmente, aunque la transacción fue claramente desfavorable para Kosmos al estar presionada por reducir su apalancamiento, mencionar que el bono que tenemos de Kosmos es el que se emitió a finales del año pasado con los activos de Mauritania y Senegal (GTA) como garantía, ya que es el mejor activo dentro de toda la cartera de Kosmos, con lo que no tenemos exposición al resto de la empresa como tal – aunque no dudamos que pueda seguir desapalancándose en los próximos trimestres si las incertidumbres energéticas globales no se resuelven pronto.

Empresas financieras

Hemos seguido reduciendo el peso en las empresas financieras, una dinámica similar a la que vivimos en el 2025. Actualmente representan alrededor del 11% de los activos del Fondo. Aunque la mayoría de estas empresas están en un punto dulce del ciclo, con tipos de interés razonables y muy bajas insolvencias, los bonos ya han recogido este escenario y están cotizando con los diferenciales crediticios más apretados de los últimos cinco años. Las principales posiciones que tenemos son Bankinter, Genworth Financial, Abanca, Intesa, SLM Corp y Banca Transilvania.

Para nuestra sorpresa (especialmente en el caso de los bancos), el grupo ha tenido un comportamiento estable durante estos meses – con la excepción de unas mínimas caídas en las primeras semanas de marzo. Decimos para nuestra sorpresa porque Europa, al igual que Asia, ha sido de las grandes perjudicadas por el cierre de Ormuz, y pensábamos que las consecuencias de dicho cierre sobre el crecimiento económico de Europa iban a ser más pronunciadas de lo que han sido. Es un tema que estamos vigilando de cerca, ya que según se acerquen los meses de invierno la economía europea tendrá que volver a reconstruir los inventarios de gas natural, lo que pensamos que empujará los precios de la energía al alza, tal y como ocurrió durante el 2022. Estamos convencidos de que la mínima prima a la que cotizan las financieras europeas sobre el resto de créditos industriales no está justificada por la potencial volatilidad a la que se enfrentarán en un posible escenario adverso.

Principales desinversiones durante el semestre

Como consecuencia de los eventos de este semestre, el Fondo ha registrado una de las mayores rotaciones de los últimos años. Las nuevas inversiones mencionadas en la sección anterior han sido financiadas en parte con el efectivo del que disponíamos a principio del período y en parte con ventas. Las principales desinversiones han sido, por orden alfabético: Axa, BAWAG, BlueNord, Doman Building Materials, International Seaways, Murano, Okea, Pearl Petroleum, Pembroke Resources y Winnebago.

En el caso de las desinversiones de las petroleras (BlueNord, Okea y Pearl Petroleum) la razón ha sido fácil: las hemos sustituido por otros nombres con una exposición idéntica a petróleo (o gas) pero con rentabilidades a vencimiento mayores. En el caso de Pearl, adicionalmente, su exposición en Kurdistán con una terminal de gas fácilmente atacable (a diferencia de Genel y DNO) por Irán nos hizo ser cautos con el colateral y preferimos desinvertir la posición.

En el caso de las financieras (Axa y BAWAG), ya hemos explicado en la sección anterior los motivos de la venta. No tenemos nada en contra de estos dos emisores en particular, sino simplemente en contra de la baja rentabilidad que dejaban sus bonos. Creemos que las inversiones que hemos realizado en la cadena de valor de la energía son más atractivas tanto en términos absolutos como, por supuesto, en escenarios más convulsos de repunte de los precios de la energía y desaceleración económica.

En el resto de las desinversiones las causas han sido varias. Los bonos de Doman Building Materials e International Seaways, tras haber estado un año aproximadamente en cartera y cotizar por encima de par, dejaban unas rentabilidades que no considerábamos atractivas. Por otra parte, Pembroke Resources y Winnebago (el bono convertible) son casos de tesis de inversión equivocadas de los que, afortunadamente, pudimos salir sin pérdidas importantes. No descartamos volver a visitar la historia de Pembroke más adelante si los precios del carbón metalúrgico mejoran y, lo que es más importante, si la ampliación de su mina australiana, que se sitúa en un lugar favorable en la curva de costes mundial, va mejor de lo previsto. En el caso del convertible de Winnebago, aunque el bono dejaba una rentabilidad a vencimiento positiva, la considerábamos insuficiente teniendo en cuenta que el precio strike del bono estaba muy lejos de lo que cotiza actualmente la acción. No creemos que la empresa vaya a enfrentarse a problemas financieros, pero el ciclo de los vehículos recreacionales ha sido peor de lo que esperábamos hace dos años, y la opcionalidad del bono con vencimientos más cortos es sustancialmente menor.

Finalmente, los bonos de Murano han sido uno de los principales detractores de la rentabilidad del vehículo durante el último año. Comprados a finales del 2024, la tesis se centraba en la propiedad de un hotel en Cancún sobre el que teníamos la primera prenda, y parte de la emisión de los bonos iba a ir destinada a terminar el programa de ampliación del hotel que nos iba a garantizar pasar de 400 a 1.000 habitaciones. Dicha ampliación nunca se llevó a cabo y, lo que es peor, la empresa se sentó con un grupo de bonistas nueve meses más tarde para intentar salir de la pésima situación financiera en la que se encontraba. Hemos preferido salir de la posición en este contexto dada la falta de visibilidad del plan propuesto por el equipo directivo. Nuestro error de juicio aquí ha sido claramente no dar la suficiente importancia al equipo directivo, y haber sobreestimado la importancia de tener un buen paquete de garantías legales. No es la primera vez que vemos comportamientos similares en el mercado de deuda corporativo mejicano, y es algo que nos hará ser (aún) más cautos en esta geografía de ahora en adelante. Lo único positivo de la inversión, si es que hay algo, es que hemos limitado las pérdidas gracias a parte del cupón que cobramos (de doble dígito) y en parte a haber vendido el bono en el entorno de los 40.

Tesis de inversión sobre los bonos de MC Brazil

Para concluir, nos gustaría acabar con una tesis de inversión algo más detallada de uno de los últimos bonos que hemos comprado, y que ha pasado a ser una de las principales posiciones del Fondo. El objetivo no es la recomendación de los títulos, sino simplemente ofrecer un poco más de perspectiva sobre cómo hemos aproximado la crisis energética al estudio de los diferentes emisores en particular.

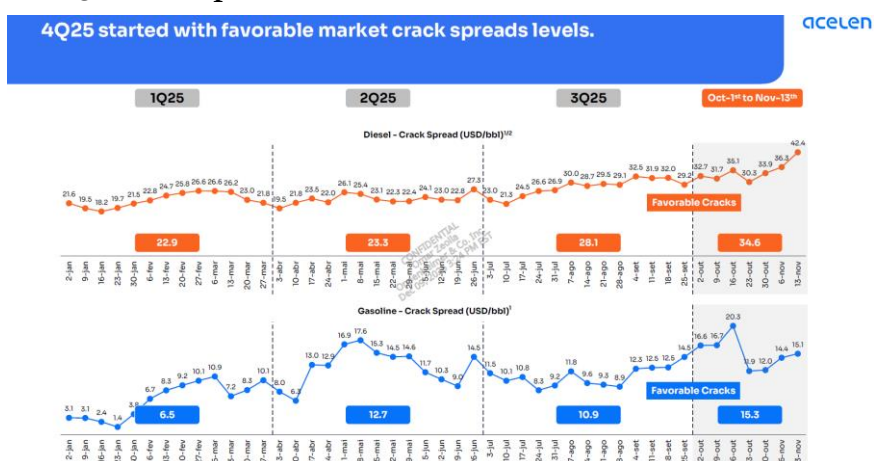
MC Brazil es una empresa de refino cuyo único activo es la refinería de Mataripe, situada en el estado brasileño de Bahía. La refinería se construyó en 1950 y fue la primera refinería de Petrobras. La capacidad nominal de la instalación es de 302 kbpd, con un índice de

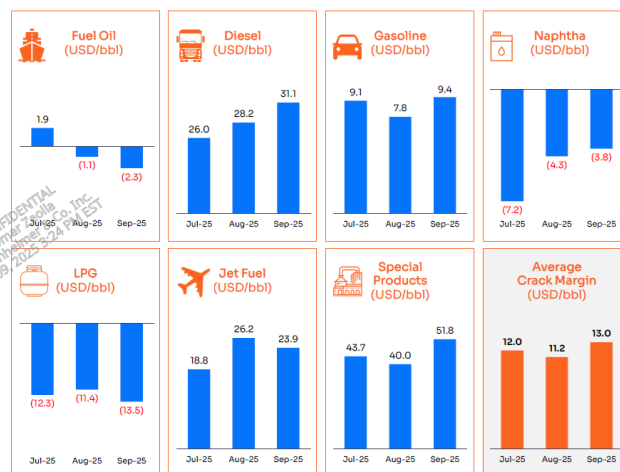
complejidad de Nelson de 7. Se trata de un valor bajo para los estándares estadounidenses, pero se sitúa más o menos en la media del resto del mundo. Se han realizado varias estimaciones sobre el posible coste de reposición de la refinería, con cifras (según el folleto de emisión de los bonos) que llegan hasta los 5.900 millones de dólares – las cuales consideramos poco realistas. Estamos seguros de que se pueden justificar varias estimaciones utilizando las cifras anteriores y aplicando un múltiplo de la capacidad ajustada por la complejidad, que es el múltiplo que suelen usar los analistas del sector. Afortunadamente, estas valoraciones especulativas no son necesarias para nuestra inversión como veremos en un momento.

La empresa se fundó en 2018. En 2021, Mubadala (el fondo soberano de Abu Dabi) adquirió la refinería junto con el resto de los activos: los oleoductos, la terminal portuaria, así como el resto de infraestructuras relacionadas. El bono, con un cupón del 7,25% y vencimiento en 2031, se emitió para financiar la adquisición. Esto formó parte de los intentos fallidos del anterior gobierno brasileño de transferir varios de los activos refineros de Petrobras al sector privado. La actual administración de Lula ha manifestado en repetidas ocasiones su interés por revertir el proceso anterior y recomprar la refinería, la última vez hace dos meses. Mubadala es el único accionista de la empresa.

La refinería es importante para la economía brasileña, ya que representa el 14% de la capacidad de refino del país al ser la segunda refinería más grande de Brasil, y más del 50% de la capacidad de la región noreste. Aunque Brasil cuenta con un abundante suministro de crudo, tiene un déficit de productos refinados, que se importan habitualmente. Según una de las últimas presentaciones para inversores de MC Brasil, en el tercer trimestre de 2025 más del 20% del diésel consumido en Brasil era de importación (el 5% en el caso de la gasolina), mientras que el 44% del crudo se exportaba.

La empresa se enfrentó a dificultades en 2023 y 2024 debido a los bajos márgenes de refino tras el auge posterior al Covid. Sin embargo, desde entonces, la mejora de los márgenes de refino en 2025, junto con la mejora del rendimiento operativo de la refinería (y algunos cambios en el precio del Brent, que se comentan más adelante), han impulsado los resultados financieros, con un claro punto de inflexión en la última parte del año. Con una deuda financiera neta inferior a los 1.400 millones de dólares y un EBITDA de los últimos doce meses (LTM) de 717 millones de dólares, el apalancamiento neto al comienzo del año se situaba en 2,0x, por lo que, en condiciones normales, no estamos hablando de una empresa con dificultades financieras. Los márgenes de refino medios para el tercer trimestre de 2025 fueron de 13 dólares por barril.





Desde entonces, sin embargo, la situación ha mejorado dramáticamente. Hay varios aspectos que hay que tener en cuenta:

- La empresa ha adquirido tradicionalmente una parte significativa de su materia prima a Petrobras mediante contratos anuales de precios negociados. Hace unos años, el precio era Brent + 2 (e incluso Brent + 3 al principio), pero la prima se ha ido reduciendo gradualmente, y actualmente es igual al precio del Brent. Los resultados del año pasado aún se vieron afectados por los precios con prima, pero ahora estamos empezando a ver cifras normalizadas. Suponiendo que la empresa produzca 280 kbpd, una diferencia de 1 dólar por barril supone una diferencia anual de 100 millones de dólares en los beneficios antes de impuestos, lo cual es bastante significativo.
- Ya hemos comentado en la introducción en qué situación se encuentra el sector del refino. En el caso de MC Brasil, los márgenes del diésel han llegado a tocar en los últimos meses los 60 dólares por barril, mientras que los del fuelóleo (que tradicionalmente son negativos, ya que es uno de los subproductos inevitables de todo el proceso de refino) son positivos. A modo ilustrativo, un aumento de 20 dólares por barril en los diferenciales (tomando como referencia 280 kbpd) supondría unos beneficios incrementales antes de impuestos de 5,6 millones de dólares al día, o unos 500 millones de dólares al trimestre. En otras palabras, no es necesario que la situación se prolongue mucho tiempo para que el impacto sea significativo.
- En este sentido, también es importante señalar que la empresa cuenta con pérdidas fiscales acumuladas que pueden compensarse con los impuestos sobre los beneficios futuros. Según nuestras conversaciones con la empresa, estas compensaciones están limitadas al 30 % de la base imponible en cualquier periodo dado.
- Los bonos se rigen por un mecanismo de «cash-sweep», por el que una cantidad significativa de efectivo se destina al pago de los bonos (los bonos también son amortizables, lo cual resulta muy valioso para los tenedores en circunstancias normales, pero no creemos que sea relevante en este caso). La característica clave del mecanismo es que la empresa debe mantener un saldo mínimo de efectivo disponible de 250 millones de dólares, y el excedente por encima de ese umbral puede distribuirse. En un par de trimestres, el saldo pendiente del bono se reducirá significativamente, lo que mejorará la calificación actual de los bonos («B+» según Fitch). En otras palabras, existe una fuerte tendencia natural a que los bonos pasen del descuento actual (alrededor de 93-94) a su valor nominal. Suponiendo un periodo de tenencia de un año, percibiremos el cupón (7,25%) más la reversión al valor

nominal; a dichos precios, eso equivaldría a una plusvalía del 8%, lo que supondría una rentabilidad superior al 15%.

Por último, como se ha mencionado anteriormente, el Gobierno de Lula está barajando la posibilidad de recomprar el activo. En virtud de la cláusula de compensación de los bonos, estos se amortizarían a 112. Suponiendo el mismo periodo de tenencia de un año, los resultados serían sustancialmente superiores a los del escenario anterior. No creemos que sea el escenario base, pero en cualquier caso son noticias positivas.

Como siempre, les agradecemos su confianza y apoyo, y estaremos encantados de resolver cualquier pregunta que les haya podido surgir.

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).