

HOROS

ASSET
MANAGE-
MENT

CARTA TRIMESTRAL
A LOS PARTÍCIPES

JULIO 2019

JULIO 2019

Estimado co-inversor,

A finales del mes de mayo se cumplió un año desde que arrancó Horos, un proyecto cuya razón de ser es maximizar la rentabilidad para nuestros partícipes *en el largo plazo*. Han sido meses de gran esfuerzo y dedicación por parte de todos los integrantes de la gestora, en el que la confianza y tranquilidad de nuestros partícipes ha servido de aliciente para seguir trabajando, cada día, con la mayor de las ilusiones. Esta confianza y tranquilidad que nos han transmitido tiene un enorme mérito y demuestran que contamos con una base de clientes que comparte y entiende cómo funciona nuestra filosofía de inversión.

En estos primeros doce meses de vida de Horos hemos vivido una enorme volatilidad en el conjunto de los mercados y fuertes correcciones en un gran número de valores, lo que ha impactado en los resultados a corto plazo de nuestras carteras. Si bien entender cómo invertimos puede hacer más llevadero estos periodos de incertidumbre y de rentabilidades negativas, pensamos que puede resultar provechoso hacer un ejercicio de reflexión y repaso sobre lo que puede esperar de nuestra forma de invertir. A este menester dedicaremos el presente documento.

Aprovecho, como siempre, para agradecerle su confianza.

Reciba un cordial saludo,

—————|

Javier Ruiz, CFA
Director de Inversiones
Horos Asset Management

Confía en el proceso¹

*Haz el mejor uso posible de lo que está en tu poder, y toma el resto como
acontezca. Algunas cosas dependen de ti y algunas cosas no dependen de ti*

— Epicteto

La cita que acaba de leer de Epicteto² refleja una de las máximas de la filosofía estoica. Esta escuela exhortaba, entre otros, a controlar los impulsos y emociones que condicionan e influyen, de manera negativa, en el carácter y las acciones de las personas. No deja de sorprender que una filosofía que cuenta con veinticinco siglos de existencia ya alertara sobre los peligros de nuestra mente y, sin embargo, esta realidad no se haya tenido en cuenta hasta hace relativamente poco tiempo, a la hora de impactar el comportamiento humano en los modelos económicos y financieros³. Toda decisión que tomamos, especialmente en entornos de información incompleta y elevada incertidumbre, se encuentra sumamente condicionada por nuestro yo emocional, haciéndonos caer en atajos mentales (heurísticas) y dificultándonos para tomar decisiones que podríamos calificar de racionales. ¿Se le ocurre un mundo donde la información pueda ser enormemente incompleta y llena de incertidumbre? Efectivamente, **los mercados financieros son el mayor caldo de cultivo para caer en sesgos o errores cognitivos, lo que genera continuas ineficiencias en la valoración de los activos que esperan ser explotadas por el inversor que esté preparado para hacerlo.**

En definitiva, conocer la existencia de estas trampas psicológicas nos puede ser de gran utilidad a la hora de invertir por dos motivos fundamentales. Por un lado, podemos limitar el número de errores que cometamos como inversores. Por otro, entender cómo se originan las ineficiencias contribuye a que podamos explotarlas, obteniendo rentabilidades atractivas e incurriendo en un menor riesgo para conseguirlas (potencial pérdida permanente del capital invertido). Para ello, resulta vital contar con un proceso de decisión que aisle al máximo nuestras emociones y nos permita evitar caer en estos sesgos psicológicos, a la par que intentamos aprovecharnos de las oportunidades de inversión que generan. Como hemos recalcado en anteriores ocasiones, las rentabilidades de corto plazo no son un

¹ En inglés “Trust the Process”. Lema del equipo de baloncesto de Filadelfia (76ers) durante los años de reconstrucción del equipo y popularizado por su actual estrella Joel Embiid.

² En realidad, Epicteto (cuyo verdadero nombre desconocemos por su condición inicial de esclavo) no dejó ninguna obra escrita y sus enseñanzas fueron recogidas por Flavio Arriano, discípulo de éste.

³ Kahneman, D. y Tversky, A. (1974); Thaler, R.H. (1980); Taleb, N. N. (2001); Ariely, D (2008).

reflejo de las bondades de un buen proceso de inversión. Necesitamos rentabilidades que sean consistentes en el tiempo y no fruto de la fortuna o de asumir riesgos que, a largo plazo, terminarán por pasarnos factura. Como explica Nassim N. Taleb⁴, no es lo mismo ganar diez millones de dólares jugando a la ruleta rusa que trabajando como odontólogo. Creo que estaremos todos de acuerdo en que el primero depende mucho más de la aleatoriedad y su potencial escenario negativo resultaría inasumible para la mayoría.

Ahora bien, volviendo a la cita de Epicteto, es muy importante ser conscientes de que, en el mundo de la inversión al igual que en nuestro día a día, hay sucesos que están dentro de nuestro control y otros sobre los que no podemos influir. Por ejemplo, no tenemos control alguno sobre la evolución de las cotizaciones. Sin embargo, lo que está dentro de nuestro control es, precisamente, trabajar con un proceso de decisión sólido que nos permita aprovecharnos de los movimientos de los precios y construir una cartera que cumpla el objetivo de conseguir una rentabilidad sostenible y satisfactoria en el largo plazo. **Entender qué escapa de nuestro control en los mercados y cómo aprovecharnos de ello es una de nuestras tareas fundamentales como inversores.** Por eso, nos gustaría compartir con ustedes situaciones recurrentes que ejemplifican todo lo comentado hasta ahora.

El sentimiento de los inversores

Las cuatro palabras más peligrosas de la inversión: “esta vez es diferente”

— Sir John Templeton

Si ha seguido nuestras publicaciones trimestrales, recordará que en Horos tratamos de huir de etiquetas o categorías de inversión (**leer carta**), ya que nuestra forma de invertir incluye compañías que podrían ser catalogadas como *value* (valor), *growth* (crecimiento) o, incluso, una mezcla de ambos estilos. Esto es así porque nuestro objetivo como inversores (y nuestra forma de entender la inversión *value*) es siempre encontrar empresas cuya valoración sea, a nuestro entender, muy superior a lo que el mercado está descontando, independientemente de su perfil de crecimiento o de su valor de liquidación. En la actualidad, sin embargo, se está hablando mucho sobre la mala evolución de la inversión de estilo *value*, en comparación con la inversión *growth*. Sin entrar en valorar estas etiquetas, sí que es cierto que hemos vivido estos últimos meses un mejor comportamiento relativo de las compañías de mayor tamaño y liquidez (como grandes empresas globales de consumo), en comparación con entidades pertenecientes a sectores cíclicos o de

⁴ Taleb, N. N. (2007): *Fooled by Randomness*. Penguin. Edición Kindle.

menor tamaño y liquidez. ¿El motivo? Aunque intentar extraer relaciones de causalidad a partir de correlaciones no suele ser lo más recomendable en los mercados financieros, a nuestro entender dos poderosas razones pueden estar empujando este comportamiento.

Por un lado, la renta fija hace tiempo que dejó de ser una inversión con suficiente atractivo para inversores con perfiles más conservadores. Sirva de dato que el 25%⁵ de la deuda pública emitida por los estados de todo el mundo o, peor aún, que incluso la deuda de algunas compañías europeas que cuentan con rating de baja calidad (*junk* o "basura" en la jerga financiera), ofrecen rentabilidades negativas *ciertas*, salvo impago, para aquellos inversores que compren hoy su deuda y esperen hasta su vencimiento.⁶ Esta anomalía histórica se produce por el incremento de la oferta monetaria de los últimos años por parte de los bancos centrales de todo el mundo, que aumenta la demanda agregada de activos financieros y fuerza al grueso de inversores "obligados" (como entidades aseguradoras o grandes fondos de pensiones) a invertir en renta fija a cualquier precio, aunque eso implique, inexorablemente, perder dinero. Ante este represivo panorama, muchos inversores se ven forzados a invertir en acciones de compañías con flujos predecibles y que puedan actuar como sustitutos (imperfectos) de los bonos. Por otro lado, los temores a una desaceleración económica derivada de la incertidumbre política de los últimos tiempos (véase guerras arancelarias, potencial enfriamiento en China, tensiones con Irán o el interminable *brexit*), han provocado la huida hacia la calidad de los inversores, abandonando las compañías más cíclicas (menor certeza de flujos) y de menor tamaño y liquidez. Por lo tanto, **en entornos de nerviosismo como el actual, la certidumbre y la liquidez se vuelven cualidades muy codiciadas por muchos inversores.**

Como consecuencias de todo esto, las empresas valoradas por los inversores como "calidad" van sobrevalorándose (encareciéndose) más y más, convirtiendo una inversión sin riesgo aparente, en una inversión potencialmente insatisfactoria. No se debe perder de vista nunca la noción de que, hasta el mejor negocio del mundo, puede resultar ruinoso como inversión, si no se adquiere a un precio adecuado. A nuestro entender, y sin contar con una bola de cristal, **invertir hoy en visibilidad y liquidez puede estar dando una falsa sensación de seguridad y terminar saliendo muy caro.** La otra cara de la moneda la encontramos en el resto de las compañías,

⁵ 85% en Alemania, 75% en Japón y 55% en España, por citar tres ejemplos concretos. Burford, John (6 de julio de 2019): "The Bond Mania is coming to a sticky end". www.tramelinetraders.com

⁶ Benítez, Laura y Vossos, Tasos (9 de julio de 2019): "Sub-Zero Yields Start Taking Hold in Europe's Junk-Bond Market". Bloomberg. Nótese la ironía de que activos de renta fija "high yield" (elevada rentabilidad) estén ofreciendo rentabilidades negativas a sus inversores.

cuyo continuo desplome bursátil las sitúa, en muchos casos, en niveles de infravaloración no vistos desde el apogeo de la crisis, en los años 2008 y 2009.

Obviamente, no tenemos ningún control sobre estos movimientos y sentimientos de los inversores, ni tampoco sobre su duración, pero sí que podemos intentar aprovechar las oportunidades que, a nuestro entender, se están generando por este fenómeno. Un ejemplo de ello podría ser nuestra inversión en Microsoft en el año 2012. En aquel momento, el gigante tecnológico de Redmond estaba siendo penalizado por los inversores por no haber sabido beneficiarse del auge de los dispositivos móviles inteligentes, dejando que su sistema operativo Windows (líder indiscutible en portátiles y PC's) se viera desplazado frente a Android (Google) o iOS (Apple). Tal era el negativismo del momento con respecto a Microsoft, que la compañía cotizaba, en aquel momento, a 5 veces su flujo de caja libre. De nuevo, no controlábamos como inversores que el mercado tuviera esa percepción de la compañía, pero sí teníamos claro que se trataba de una empresa con crecimientos de ingresos y beneficios cercanos al doble dígito, merced de contar con el mejor y más utilizado software de ofimática del mundo (Microsoft Office) y el sistema operativo líder en ordenadores de sobremesa y portátiles. Con estos atributos, estábamos convencidos que era cuestión de tiempo ver cómo el mercado terminaría recogiendo su verdadero valor. Invertimos en Microsoft a unos 25 dólares por acción y liquidamos nuestra posición, pocos años después, con unas plusvalías cercanas al 200%. Hoy Microsoft cotiza cerca de los 140 dólares por acción y es la "niña bonita" de las grandes casas de análisis, cuyos analistas están dispuestos a pagar 20 veces el flujo de caja libre de la compañía. Seguimos pensando que es una empresa de enorme calidad e interesante perfil de crecimiento, pero nunca se debe perder de vista el precio al que uno está comprando un negocio y el coste de oportunidad de dejar escapar otras alternativas más atractivas.

Pero ¿dónde estamos encontrando hoy oportunidades de inversión derivadas de estas ineficiencias generadas por el sentimiento de los agentes del mercado? Como decíamos antes, en las compañías de menor tamaño y liquidez, así como en las pertenecientes a negocios más cíclicos y con menor predictibilidad en sus flujos de caja futuros. Si bien en el segundo caso, del que hablaremos enseguida, podemos entender su peor comportamiento relativo (no tanto la magnitud) en el mercado, sí que comienza a sorprendernos sobremanera la evolución bursátil de algunos de nuestras inversiones de menor tamaño. Tal es el caso de Asia Standard International, la compañía inversora y promotora inmobiliaria de Hong Kong (especialmente, oficinas en zonas *prime*) de la que somos accionistas con nuestra cartera internacional. Pues bien, a primeros de junio, su filial Asia Standard Hotel Group anunció una alerta *positiva* de resultados, es decir, comunicaron al mercado

que el negocio iba mejor de lo que habían estimado anteriormente. Esto es algo que, habitualmente, impactaría positivamente en el valor bursátil de cualquier compañía. Pese a ello, la cotización de ambas entidades se mantuvo inmutable durante el periodo. De hecho, semanas después, Asia Standard International publicaría unos resultados que mejorarían notablemente nuestras expectativas y que serían, nuevamente, obviados por el mercado. Por tanto, se trata de un claro ejemplo de compañía pequeña e ilíquida ignorada por la comunidad inversora, lo que contribuye a incrementar su infravaloración de manera continua, hasta que cambie el sentimiento inversor o aparezca algún catalizador que contribuya a destapar su verdadero valor.

Sin embargo, la situación de las compañías con negocios más cíclicos es muy diferente. El momento del ciclo, en muchos casos, es el más desfavorable que se han encontrado en décadas, lo que justifica su mala evolución en bolsa los últimos años. Ahora bien, todo ciclo termina dándose la vuelta e, históricamente, comprar acciones de compañías de este perfil en el peor momento para su negocio, puede ser una buena estrategia para obtener rentabilidades importantes. ¿El peaje a pagar? La elevada volatilidad de estos valores en los momentos de mayor incertidumbre, como son, precisamente, los actuales. Efectivamente, la volatilidad es el segundo ejemplo de lo que podemos y no podemos controlar como inversores que nos gustaría compartir con ustedes.

La volatilidad de los precios

Muchas de las mayores gangas que aparecen en cada momento, las podemos encontrar en las situaciones que otros inversores no pueden o no quieren tocar
— Howard Marks

Uno de los mantras de los inversores *value* es tratar la volatilidad del mercado como un aliado y no como un enemigo temible del que huir cada vez que haga acto de presencia. Para poder actuar así, es esencial no olvidarnos de que las acciones son títulos de propiedad de los negocios cotizados y, la evolución de su precio en el largo plazo, estará siempre ligada a la marcha de ese negocio. **El valor del negocio actúa, por tanto, como la implacable gravedad que devuelve una pelota al suelo después de ser lanzada al aire por un niño en el patio del colegio.** Sin embargo, en el corto plazo, el sentimiento de los inversores puede causar grandes desviaciones entre el valor del negocio y el precio de las acciones de este. En ocasiones, la gravedad actúa rápidamente corrigiendo esta anomalía, pero, en otras, la pelota puede mantenerse en el aire más tiempo de lo habitual si, por ejemplo, otros niños

la golpean sin dejarla caer al suelo. Eventualmente su destino será el mismo, pero no controlamos el momento en el que será así.

Lo que sí controlamos es el poder aprovecharnos de estas ineficiencias temporales. Para ello, necesitamos hacer una estimación del valor de las compañías en las que invertimos (o pensamos invertir, si el precio se torna suficientemente atractivo) y utilizar la volatilidad del precio en nuestro beneficio. Si, por ejemplo, el precio de la acción de una compañía cae muy por debajo de nuestra estimación de valor, incrementaremos nuestra inversión en la misma. Si, por el contrario, la compañía goza del beneplácito de la comunidad inversora y su cotización se incrementa hasta acercarse o superar nuestra estimación de su valor, entonces reduciremos o venderemos nuestra posición. Obviamente, cuanto mayor sea la volatilidad, más oportunidades surgirán y mayor rentabilidad obtendremos de este proceso. Por eso, nuestras carteras pueden reflejar una elevada rotación, pese a que el número y los nombres de las compañías que las componen se mantenga muy estable en el tiempo.

A continuación, vamos a mostrarles dos ejemplos de inversiones, presentes aún en nuestras carteras, en los que la volatilidad ha sido especialmente importante y cómo hemos actuado (o estamos actuando) para intentar aprovecharnos de ello. El primer caso corresponde a nuestra inversión en **Qivi**, la compañía rusa dedicada, entre otros, a los medios de pagos electrónicos y transferencias de dinero. Esta entidad ha visto cómo, en el transcurso de los últimos doce meses, el precio de su acción ha oscilado entre los 11 dólares y los casi 21 dólares. En concreto, su precio corrigió casi un 40% desde el máximo de 2018, para luego apreciarse un 80% desde mínimos. ¿De verdad ha cambiado tanto su negocio en el periodo? ¿O es el sentimiento inversor de corto plazo el que causó estos (enormes) vaivenes?

A nuestro entender el sentimiento inversor ha ido bailando al son de distintos acontecimientos mal interpretados. Por un lado, Qivi ha abierto distintas líneas de negocio los últimos dos años que complementan su plataforma actual de pagos y transferencias. En concreto, ha lanzado Sovest (tarjetas de financiación de consumo), Tochka (entidad bancaria enfocada en el segmento de pequeños negocios) y Rocketbank (entidad bancaria enfocada en los *millennials*: el público más joven y tecnológico). Estas nuevas líneas han requerido de importantes inversiones y de un incremento en los gastos operativos de Qivi, financiados con la generación de caja de la pata tradicional de la compañía. Al "desaparecer" esa generación de caja, el mercado comenzó a penalizar a la compañía en bolsa. Esta situación se vio agravada por el anuncio en agosto de 2018 por parte de Sergey Solonin, Consejero Delegado de la compañía, de realizar un viaje de nueve meses

alrededor del mundo. Por todo ello, la acción siguió corrigiendo hasta perder los 12 dólares.

¿Cómo actuamos ante esta importante corrección (recordemos que fue del 40%)? Incrementando nuestra inversión. Llegados a este punto, es muy importante entender que no actuamos contra el mercado de manera automática, es decir, **no adquirimos más acciones de una compañía por el simple hecho de que su precio caiga**. Lo que hacemos es revisar, continuamente, nuestra tesis de inversión y valorar por qué el mercado está penalizando a la compañía. Si pensamos que esa penalización está injustificada, entonces incrementamos nuestra posición. Este era el caso de Qivi.

Por un lado, hablamos con la compañía en reiteradas ocasiones para profundizar sobre la estrategia de negocio que estaban siguiendo y nos pareció que era la adecuada (algo que corroboramos en noviembre de 2018, cuando asistimos al Día del Inversor que Qivi organizó para sus accionistas en Londres). Adicionalmente, **Sergey Solonin adquirió acciones de la compañía por valor de cinco millones de dólares**. Un importe nada desdeñable y que demostraba su compromiso con la marcha de la compañía (el importante concepto de *skin in the game* del que hablamos **aquí**). Por otro lado, a nuestro juicio la comunidad inversora no estaba valorando adecuadamente el negocio de Qivi, al centrarse exclusivamente en su generación actual de caja (muy lastrada por las inversiones y gastos operativos comentados). **Al separar sus líneas de negocio en una valoración por suma de partes, se destacaba la verdadera capacidad de generación de caja de Qivi y su importante infravaloración**. Estábamos convencidos de que, con el tiempo, al normalizarse las inversiones y al ganar escala los nuevos negocios (caso de funcionar o, de lo contrario, al liquidarlos), el mercado volvería a apreciar la caja generada por la compañía. Finalmente, esto es lo que sucedió. Qivi anunció que, con sus necesidades de inversión prácticamente cubiertas, retomaba el reparto de dividendo y, adicionalmente, la buena marcha del negocio contribuyó a cambiar el sentimiento inversor, permitiendo una recuperación del valor de más del 80% en muy pocos meses, lo que nos ha llevado a reducir nuestra inversión de acuerdo con su actual potencial e incrementar nuestra inversión en otras compañías más penalizadas.

El segundo ejemplo que vamos a presentarles es el de **Naspers**, el holding sudafricano de plataformas tecnológicas globales. La compañía ostenta el 31% de Tencent, la empresa china dueña de Wechat (una plataforma *muy* evolucionada del Whatsapp que utilizamos en occidente), además de ser el mayor distribuidor de videojuegos del mundo, contar con Tencent Video (una mezcla de Netflix y YouTube) o Wechat Pay (junto con Alipay, el medio de pago más utilizado en el país

asiático). Por tanto, un negocio de calidad extraordinaria que podemos adquirir con descuento a través de Naspers. En concreto, el valor actual de la participación de Tencent es superior a lo que cotiza Naspers en bolsa, con lo que nos llevamos "gratis" el resto de las plataformas e inversiones de Naspers, las que, por otro lado, valen bastante más que cero. Diversos factores, sobre los que no vamos a profundizar ahora, explican esta ineficiencia en el mercado. Sin embargo, lo que sí necesita saber para lo que vamos a comentar, a continuación, es que la marcha de la acción de Naspers depende de dos factores: la evolución de su negocio e inversiones (especialmente Tencent) y el incremento o reducción de su descuento bursátil. ¿Por qué hacemos hincapié en esto? Porque, precisamente, cambios sustanciales en estos dos factores propiciaron, este último año, drásticas variaciones en el sentimiento inversor, incrementando la volatilidad en el precio de la acción de Naspers (50% de caída desde máximos de 2018 y apreciación de más del 60% desde octubre) y originando excelentes oportunidades para aprovecharnos de ello.

Por un lado, el regulador chino anunció la prohibición de nuevas licencias de videojuegos hasta que las empresas del sector, entre ellas Tencent, no se aseguraran de limitar las horas de juego, así como de implementar filtros sobre la edad de los jugadores, después de varios casos reportados de jóvenes con importantes pérdidas de visión, tras dedicar un sinnúmero de horas a jugar con el móvil a alguno de los populares juegos de Tencent. Adicionalmente, el regulador aprovechó para presionar a Tencent, con el fin de que modificara la temática y el contenido de sus videojuegos de mayor éxito (de carácter bastante violento). Esta medida impactó negativamente en el negocio de Tencent y, como consecuencia, en el precio de su acción. Sin embargo, si bien el impacto sobre el negocio ha sido real, **un análisis en frío de la situación nos hizo entender que la compañía saldría beneficiada a largo plazo o, al menos, recuperaría parte del terreno perdido.** Por ello, incrementamos nuestra inversión en Naspers durante esa fase de caídas. A nuestro entender, los grandes jugadores podrían adaptarse, rápidamente, a la nueva situación, mientras que los pequeños podrían incluso desaparecer, dados los costes asociados a la adaptación al nuevo entorno regulatorio. Además, Tencent no iba a quedarse con los brazos cruzados ante estos drásticos cambios. Al poco tiempo, anunciaría el lanzamiento de versiones de sus populares juegos más del gusto del regulador⁷. En pocos meses, su cotización recuperó gran parte del terreno perdido, de lo que, obviamente, también se benefició Naspers.

⁷ Garro, J. (13 de mayo de 2019): "Tencent mata PUBG Mobile en China y lo resucita como Game for Peace para homenajear a su ejército y sacar beneficio". Xataka.

Por otro lado, el equipo directivo de Naspers ha ido tomando medidas para intentar reducir el descuento en bolsa de la compañía frente al valor de sus participadas. En concreto, a primeros de 2019, Naspers anunció la colocación en bolsa de MultiChoice, su división de televisión de pago sudafricana, poniendo en valor este negocio. Adicionalmente, en marzo de este año, Naspers comunicó su intención de listar sus plataformas internacionales, incluyendo su participación en Tencent, en la bolsa de Amsterdam, como medida para reducir su descuento en bolsa frente al valor de sus participadas. Esta medida, contribuirá a reducir el peso de Naspers en el índice sudafricano, muy impactado por la buena evolución de Tencent (su peso en el índice pasó del 5% en 2012, al 25% actual) y que puede estar influyendo en el descuento de la compañía, al verse forzados los inversores sudafricanos a reducir el peso de Naspers en sus carteras, al superar esta inversión sus límites legales de concentración. Desde que la compañía anunció esta medida, su rentabilidad ha sido un 10% superior a la de Tencent, con lo que el descuento se ha visto algo reducido e indica que estas actuaciones van en la buena dirección. Tras su recuperación bursátil, hemos ido reduciendo, al igual que sucede con Qiji, nuestra posición en Naspers, invirtiendo en negocios con mayor potencial.

Estos dos ejemplos ilustran, claramente, cómo trabajamos en Horos para aprovecharnos de la volatilidad de los mercados. Hoy, nos encontramos con inversiones en cartera que han sufrido desplomes en su cotización, por el excesivo negativismo de la comunidad inversora sobre las industrias en las que operan y la futura marcha de sus negocios. Tal es el caso de las plataformas petrolíferas EnSCO y Borr Drilling, del holding Teekay Corp. o de Meliá Hotels International, por citar algunos nombres. Como decíamos al principio, no controlamos el momento en el que la gravedad devuelva la pelota al suelo, pero, con el tiempo, la pelota caerá. Obviamente, **el riesgo está en que nuestra tesis de inversión sea errónea y el precio sí esté reflejando correctamente el valor de la compañía. Por eso es tan importante nuestro trabajo continuo de análisis y revisión de nuestras tesis de inversión.**

Hasta ahora, hemos centrado el contenido de la carta en cómo hay factores ajenos a nuestra gestión que influyen en la evolución de nuestras inversiones y cómo sí está en nuestro control el poder beneficiarnos de ello. Sin embargo, hay un factor externo que tampoco controlamos y que, sin embargo, le impacta a usted directamente como partícipe: su comportamiento frente a estos vaivenes. A ello dedicaremos la parte final de esta carta.

La confianza del partícipe

Prefiero perder la mitad de mis partícipes, que la mitad del dinero de mis partícipes

— Jean Marie Eveillard

Todo inversor *value* conoce (y teme) la anécdota del legendario inversor Peter Lynch y sus partícipes. Lynch consiguió al frente del fondo Magellan de Fidelity una de las mejores rentabilidades de la historia, con un 29% anualizado durante un periodo de trece años. Sin embargo, la rentabilidad promedio de sus inversores fue, según algunas fuentes, de tan sólo un 7% anualizado. ¿Cómo es posible tamaña diferencia? Muy sencillo. Al igual que los inversores en acciones se dejan condicionar por sus emociones, el partícipe de un fondo adolece, inevitablemente, del mismo problema. **Dejarnos llevar por las emociones nos puede forzar a vender y a comprar en el peor momento posible, independientemente de que estemos hablando de acciones o de fondos de inversión.** Por eso dedicamos tanto tiempo a la comunicación con nuestros partícipes, explicando nuestras decisiones de inversión con la mayor transparencia posible. Sin ser una garantía de éxito, pensamos que es la mejor manera para que comprenda lo que puede esperar de sus inversiones y de nuestro trabajo. Por ello, para terminar con esta carta, vamos a ahondar en dos ideas que nos gustaría que no perdiera nunca de vista en este viaje en el que ha decidido embarcarse con el equipo de Horos.

Por un lado, debemos comprender que **el verdadero riesgo de una inversión no es la volatilidad de su precio, sino la posibilidad de sufrir una pérdida permanente de capital.** Como hemos comentado hace un momento, el precio de las acciones de las compañías sufren grandes vaivenes en bolsa, en muchas ocasiones injustificados. Sin embargo, lo que a posteriori parece obvio, en el momento de mayor pesimismo nos puede hacer dudar. La explicación la encontramos en la psicología y, en concreto, en lo que se conoce como aversión a la pérdida. Hay estudios que demuestran que **el ser humano sufre más de dos veces las pérdidas de una inversión de lo que disfruta con ganancias de igual magnitud.** Por tanto, es muy habitual que, en los momentos más difíciles como inversores, después de una mala evolución de la cartera, nuestra mente se centre únicamente en lo negativo, buscando causas para la caída de precio que justifiquen vender toda la posición. Por desgracia, esta forma de actuar es la que nos lleva, precisamente, a consolidar pérdidas permanentes de capital. Si la caída de la cotización no ha sido justificada, uno debe esperar o, incluso, si está dentro de sus posibilidades, incrementar su inversión. Somos conscientes de que esta forma de actuar no es nada sencilla, pero es la más adecuada para garantizar rentabilidades satisfactorias en el largo plazo.

Por otro lado, y muy relacionado con lo anterior, es muy importante entender que, en la inversión, **el camino seguido para alcanzar la meta no debe condicionar nuestras decisiones**. Como comenta Ryan Holiday en su estupendo libro "The Obstacle is the Way"⁸: *somos pensadores de la A a la Z, preocupándonos por A, obsesionándonos por Z, pero olvidándonos de todo lo que hay entre la B y la Y*.⁹ En el caso del partícipe de un fondo, la "Z" puede ser la rentabilidad esperada por el equipo gestor del fondo (pongamos, por ejemplo, un 10% anualizado a 7 años o, lo que es equivalente, un 100% en ese mismo periodo). La "A" podría equivaler a la inversión inicial en el fondo. El resto es el camino seguido por el valor liquidativo (precio) del fondo. Este camino está, inevitablemente, lleno de baches, en los que tendrá años de buena rentabilidad, años de mala rentabilidad y años más "tranquilos". Olvidarnos de que este camino es necesario para alcanzar "Z", nos puede llevar a no lograr nuestro objetivo. Al final, si uno desea obtener rentabilidades anualizadas de, por ejemplo, el 10%, no puede esperar que, cada año, la rentabilidad sea del 10%. Nadie dijo que fuera fácil, pero el camino del inversor estará siempre lleno de altibajos. Sin embargo, estamos convencidos de que confiar y entender este proceso, le servirá como ancla en los momentos de mayor tempestad.

Actualidad

En cuanto a la actualidad más relevante de Horos, este trimestre nos gustaría destacar nuestra colaboración en las **V Jornadas de Finanzas e Inversión del Instituto Juan de Mariana**, donde nuestro director de inversiones compartió una agradable mesa redonda con Otto Kdolsky, gestor de la gestora Magallanes Value Investors ([ver vídeo](#)).

Por otro lado, nuestro gestor Alejandro Martín participó en el espacio "Conversaciones con" del equipo **Zonavalue** ([ver vídeo](#)), donde, además de hablar de su trabajo en Horos, Alejandro compartió algunas de sus aficiones y vivencias.

Por último, Alejandro y Javier tuvieron el placer de ser entrevistados por el equipo del foro de finanzas **Más Dividendos**, en un podcast de casi dos horas de duración, donde hablaron, largo y tendido, de algunas de nuestras inversiones, así como de otros temas relacionados con la industria o la gestora ([escuchar podcast](#)).

⁸ Holiday, R. (2015): *The Obstacle is the Way: The Ancient Art of Turning Adversity to Advantage*. Profile Books.

⁹ Traducción libre de "We are A-to-Z thinkers, fretting about A, obsessing over Z, yet forgetting all about B through Y". Holiday, Ryan (2015): *The Obstacle is the Way*. Londres: Profile Books.

Horos Value Iberia

El fondo puede invertir hasta un 20% en valores cotizados en Portugal y, al menos, un 80% en valores cotizados en España. Adicionalmente, puede invertir hasta un 10% en compañías españolas o portuguesas que cotizan en otros mercados.

La rentabilidad de Horos Value Iberia en el segundo trimestre ha sido del -4,4%, frente al 1,5% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo hasta el 30 de junio, la rentabilidad acumulada del fondo es del -12,8%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un -4,4%. Los resultados conseguidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta. Como muestra de la importancia de la inversión a largo plazo, la rentabilidad anualizada obtenida por un inversor que haya acompañado a este equipo gestor desde sus inicios sería del 12,3% frente al 7,3% de su índice de referencia (para más información, puede consultar el anexo en la parte final de este documento).

En este trimestre, los valores que más positivamente han contribuido son **Renta Corporación** y **Aperam**. Sobre **Renta Corporación**, el buen comportamiento responde al anuncio del lanzamiento de dos nuevas SOCIMIs, que se unirán a Vivenio, el vehículo gestionado por la compañía para el fondo de pensiones holandés APG. Estas nuevas sociedades incrementarán los flujos de caja de Renta Corporación, abaratando aún más su valoración e incrementando su visibilidad de resultados, contrarrestando así la ciclicidad inherente de su negocio tradicional de compra/venta de inmuebles. **Aperam**, por su parte, ha mantenido, al igual que el sector del acero inoxidable, una elevada volatilidad en estos meses del año, condicionada por las guerras tarifarias entre Estados Unidos y el resto de las economías. Sin negar el impacto de estas medidas, pensamos que los precios actuales arrojan un elevado margen de seguridad, por lo que hemos incrementado nuestra posición en la compañía del sector con mejor perfil financiero y capacidad de generación de caja.

En el lado negativo, destacan **Ercros** y **Sonae Capital**. La compañía química **Ercros** está sufriendo el impacto de la caída del precio de la sosa y la subida del precio del EDC (principal materia prima), lo que ha lastrado la rentabilidad del grupo en el periodo y, posiblemente, para los próximos meses. Adicionalmente, el programa de retribución llevado a cabo por la compañía, obligándose a recomprar acciones propias a cualquier precio, ha generado una relevante destrucción de valor para sus

accionistas. Los precios actuales, después de una caída superior al 60% desde máximos, descuentan un escenario muy negativo y, por este motivo, mantenemos una posición relevante del fondo invertida en la compañía. En cuanto a **Sonae Capital**, pensamos que la mala evolución del periodo no responde a la realidad de la marcha del negocio, por lo que hemos incrementado nuestra inversión en la compañía.

La cartera del fondo no ha tenido ningún movimiento de entradas o salidas en el trimestre.

A cierre de trimestre, **el potencial del fondo para los próximos tres años se sitúa en torno al 74%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada *teórica* del 20,3%. Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada valor que compone la cartera. Estas rentabilidades teóricas no son una garantía de que el fondo vaya a tener un buen comportamiento en los próximos tres años, pero sí dan una idea de lo atractivo que es el momento actual para invertir en Horos Value Iberia.

Estructura de la cartera

A cierre de junio, la cartera de Horos Value Iberia está formada por 26 valores y concentrada en dos temáticas relevantes. Por un lado, cerca del **75%** de la parte invertida de la cartera está compuesto por compañías que conocemos desde hace años, gestionadas por **familias con importante presencia en el accionariado** (lo que garantiza una alineación de intereses con sus accionistas).

La segunda temática (**12%**) la componen **compañías olvidadas** o, incluso, "odiadas" por la comunidad inversora, al contar con un pasado muy insatisfactorio para sus accionistas, pero con un presente muy atractivo para invertir.

Horos Value Iberia invierte también en **Horos Value Internacional (4,6%)**. De esta manera, se incrementa el potencial del fondo ibérico, aumentando la calidad de la cartera y generando un mayor valor para nuestros partícipes en el largo plazo. Por supuesto, **NO** se cobrará ninguna comisión por ese porcentaje invertido en los fondos de la casa.

Por último, la **liquidez** del fondo a cierre de trimestre se sitúa por debajo del **2%**.

Principales posiciones

Meliá Hoteles (7,6%, familiar): grupo hotelero con presencia en más de 40 países, del que la familia Escarrer controla el 52% y es accionista desde hace más de 60 años. La compañía es la cadena de hoteles líder en América Latina y Caribe, siendo el mayor jugador global en resorts y "bleisure" (combinación de negocios y ocio). Meliá tiene el objetivo de ir migrando a un modelo de bajo capital empleado, en el que centrarse en la gestión de los hoteles sin ser propietarios del mismo. En la actualidad, la gestión hotelera supone cerca del 30% del EBITDA y esperan alcanzar un 50% en siete años. Lo interesante de esta inversión radica en la valoración de sus activos hoteleros, muy superior a su capitalización bursátil actual, lo que nos permite llevarnos "gratis" la gestión hotelera y lo que pueda aportar este negocio a futuro a la compañía.

Ercros (6,0%, olvidada): compañía olvidada por los analistas debido a la complicada situación que vivió hace unos años. Es un grupo industrial dedicado a la producción de derivados del cloro (necesarios, por ejemplo, para la fabricación de PVC), química intermedia (formaldehídos, colas y resinas, etc.) y farmacia (principios activos y genéricos). Después de haber pasado casi diez años de descenso continuado de la demanda de PVC, los cierres de capacidad del sector estos últimos años, unidos a la restricción adicional de oferta que se está produciendo, tras la prohibición por parte del regulador europeo de utilizar tecnología de mercurio en los procesos productivos del cloro, nos hace esperar, razonablemente, una buena evolución de esta industria para los próximos años.

Catalana Occidente (5,6%, familiar): compañía aseguradora con un excelente histórico de creación de valor para sus accionistas, gracias a las atractivas adquisiciones que recurrentemente realizan. Su equipo directivo realiza una gestión muy conservadora del negocio, operando con ratios combinados inferiores a los de la industria, así como del balance, al contar siempre con un importante exceso de reservas. Pensamos que los precios actuales a los que la compañía cotiza no reflejan la rentabilidad del negocio, ni su buena gestión de capital.

Renta Corporación (5,6%, olvidada): la compañía, centrada en la adquisición de activos inmobiliarios para su transformación y venta, ha vivido un proceso de reestructuración, tanto financiero como de negocio (utilizan, principalmente, opciones de compra de los inmuebles a reformar), lo que evita el riesgo de balance típico de esta industria. Adicionalmente, ha llegado a un acuerdo con APG para gestionar la SOCIMI especializada en activos residenciales del fondo de pensiones holandés. La SOCIMI tiene el objetivo de alcanzar los 1.500 millones de euros en activos y Renta Corporación cobra un 1,5% por su gestión, además de ser

propietaria del 3% de la SOCIMI. En 2019, Renta Corporación ha anunciado su intención de lanzar otros dos vehículos similares, lo que contribuirá a incrementar la capacidad de generación de caja y la visibilidad de resultados de la compañía. Por último, hay que destacar que vamos de la mano de un equipo gestor profesional y de gran experiencia, que ha sabido reinventar su negocio hacia un modelo de altos retornos sobre el capital empleado.

Ibersol (5,1%, familiar): compañía portuguesa de restauración multimarca que opera restaurantes y franquicias en Portugal, España y Angola. Entre sus marcas más conocidas se encuentran Pizza Hut, Burger King, KFC o Pans & Company. Se trata de un negocio de relativa estabilidad e importante capacidad de generación de caja libre. Por último, cerca del 55% del accionariado está en manos del equipo directivo, lo que alinea sus incentivos con los del resto de accionistas.

Horos Value Internacional

Nuestra cartera internacional puede invertir sin restricciones geográficas en la mayoría de las bolsas del mundo, incluyendo el mercado ibérico. Por tanto, Horos Value Internacional cuenta con las mejores ideas de inversión que este equipo gestor encuentre en cada momento.

La rentabilidad de Horos Value Internacional en el trimestre ha sido del -7,1%, frente al 2,2% de su índice de referencia. Desde su constitución el 21 de mayo hasta el 31 de junio, su rentabilidad ha sido del -17,3%. En ese mismo periodo, su índice de referencia ha obtenido un 6,7%. Los resultados obtenidos en un plazo tan corto son meramente anecdóticos y como tal deben ser tenidos en cuenta. Como muestra de la importancia de la inversión a largo plazo, la rentabilidad anualizada obtenida por un inversor que haya acompañado a este equipo gestor desde sus inicios sería del 10,5% frente al 11,7% de su índice de referencia (para más información, puede consultar el anexo en la parte final de este documento).

En este periodo, los valores que más han aportado a la cartera del fondo son **IWG**, **Qivi** y **AerCap**. La compañía inglesa de gestión de centros de trabajo, **IWG**, anunció en el periodo la venta de su negocio de Japón a TKP Corp. por 320 millones de libras, comunicando, además, su intención de ir realizando más ventas futuras, para iniciar una migración hacia un modelo de franquicia. Por su parte, **Qivi** sorprendió al mercado con unos crecimientos de ingresos y resultados superiores a lo esperado, anunciando, también, un incremento en la guía de beneficios esperados para el total del año. **AerCap**, la compañía de leasing de aviones, continúa demostrando la solidez de su negocio y su equipo directivo sigue aprovechando el descuento actual de la cotización frente a su valor contable, para recomprar acciones de manera agresiva.

En el lado negativo, destacan **Ensko Rowan** (que próximamente pasará a llamarse Valaris), **Ercros** y **Baidu**. La empresa americana de plataformas petrolíferas ha continuado, al igual que el resto del sector, su particular vía crucis bursátil, con caídas muy abultadas en el periodo. El miedo a que el sector no se recupere con suficiente velocidad los próximos años y ponga en riesgo una refinanciación futura explica esta evolución. Sin saber si la recuperación de las contrataciones de plataformas será más o menos inminente, sí tenemos claro que la compañía está tomando medidas creadoras de valor para sus accionistas. En concreto, Ensko anunció a finales de junio el lanzamiento de una oferta de recompra de bonos por

importe de 600 millones de dólares, reduciendo así su endeudamiento y aprovechando el atractivo precio de compra (finalmente, la compañía comunicó en julio que eleva la oferta por encima de los 724 millones de dólares, con un precio de compra que arroja un descuento del 24%, es decir, amortiza casi 1.000 millones de dólares de deuda pagando poco más de 700 millones de dólares).

La compañía química **Ercros** está sufriendo el impacto de la caída del precio de la sosa y la subida del precio del EDC (principal materia prima), lo que ha lastrado la rentabilidad del grupo en el periodo y, posiblemente, los próximos meses. Adicionalmente, el programa de retribución llevado a cabo por la compañía, obligándose a recomprar acciones propias a cualquier precio, ha generado una relevante destrucción de valor para sus accionistas. Los precios actuales, después de una caída superior al 60% desde máximos, descuentan un escenario muy negativo y, por este motivo, mantenemos una posición del fondo invertida en la compañía.

Por último, **Baidu** está sufriendo un doble impacto en su negocio en estos momentos que ha contribuido a deteriorar, notablemente, la rentabilidad actual de la compañía. Por un lado, en el lado de los ingresos, sigue sufriendo las consecuencias regulatorias en su gestión de publicidad relacionada con la salud (recordemos el escándalo de hace unos años de publicidad sobre medicamentos fraudulentos, con consecuencias desastrosas, en plataformas de Baidu), lo que ha hecho que pierda clientes por el camino y ralentice su crecimiento (se trata de la industria con mayor peso histórico en los ingresos de la compañía). Adicionalmente, los cambios regulatorios en la industria de los videojuegos y la ralentización económica han jugado su papel. Pensamos que son aspectos coyunturales que irán normalizándose los próximos trimestres. Por otro lado, Baidu está potenciando una "súper aplicación" para móviles que englobe todos sus servicios, a fin de poder competir con otros jugadores tecnológicos, en especial Tencent. Para generar tráfico directo a esta aplicación, Baidu necesita hacer importantes inversiones que no podrá monetizar hasta pasado un tiempo, lo que impacta negativamente en la rentabilidad del negocio. Por ahora, Baidu está consiguiendo incrementar los usuarios de su aplicación de manera constante (casi 190 millones DAU en la última actualización), pero es un impacto estructural a su negocio y, desde luego, contribuye a una menor visibilidad de sus flujos a futuro. Dicho esto, pensamos que es la estrategia correcta para seguir, dado el entorno competitivo actual.

La cartera internacional ha tenido dos entradas (**KKR** e **Infotel**) en el periodo y ninguna salida.

KKR es una de las mayores y más antiguas gestoras de inversiones alternativas. Con más de 200 mil millones de dólares bajo gestión, la entidad ha ido reduciendo los últimos años su histórica dependencia del negocio de *private equity*, para invertir en nuevas líneas, bien directamente (inmuebles o infraestructuras, por ejemplo) o mediante acuerdos con terceros (*hedge funds*). KKR utiliza su balance para invertir en los productos que gestiona, dándoles escala a la par que obtiene rentabilidad y genera valor para sus accionistas. Este balance supone más del 60% del valor actual bursátil de KKR, lo que otorga un elevado margen de seguridad a la inversión. A nuestro entender, los precios actuales implican que el balance no va a generar más rentabilidad a futuro y, además, otorgan un valor nulo a los ingresos por incentivos variables (*carry*) que pueda obtener KKR. Ambos escenarios se nos antojan irreales, dada la rentabilidad histórica de doble dígito de las inversiones del balance de la compañía y el importante *carry* aún sin destapar de KKR, vinculado, en gran parte, a los nuevos productos que requieren de tiempo y mayor escala.

Infotel, por su parte, es una compañía francesa que diseña, desarrolla y mantiene sistemas de IT para clientes multisectoriales. Infotel cuenta con un balance muy sólido (la caja actual representa el 30% de su capitalización bursátil), lo que le otorga de una gran flexibilidad para continuar con su crecimiento orgánico, a la vez que le permite realizar adquisiciones puntuales que complementen a su negocio.

A cierre de trimestre, **el potencial de la estrategia internacional para los próximos tres años se sitúa en torno al 143%**, lo que equivaldría a una rentabilidad anualizada *teórica* del 34,5%. Para el cálculo de este potencial, realizamos un estudio individual de cada valor que compone la cartera. Estas rentabilidades teóricas no son una garantía de que el fondo vaya a tener un buen comportamiento en los próximos tres años, pero sí dan una idea de lo atractivo que es el momento actual para invertir en Horos Value Internacional.

Estructura de la cartera

La cartera cuenta con 34 valores y con cuatro temáticas que aglutinan el grueso de la misma. La principal está compuesta por **compañías vinculadas a las materias primas (33%)**, especialmente uranio, acero inoxidable y petróleo. Otro bloque importante es el que engloba a **valores emergentes olvidados (18%)** o poco seguidos por la comunidad inversora, fundamentalmente de Asia. La inversión en **plataformas tecnológicas (14%)** con poderoso efecto de red que aún cotizan a precios muy atractivos para invertir y en compañías del **Reino Unido (9%)**, impactadas por el *brexit*, serían las otras dos temáticas importantes de inversión.

Por último, la **liquidez** de la cartera a cierre de trimestre se sitúa en el **4,4%**.

Principales posiciones

Uranium Participation Corporation (5,8%, materias primas): vehículo de inversión que compra y almacena uranio, para su posterior venta. Dadas nuestras positivas perspectivas para el precio del uranio y la limitada estructura de costes de este vehículo, hemos decidido concentrar nuestra inversión en este tipo de compañías (también somos accionistas de Yellow Cake, vehículo similar cotizado en Londres) y renunciar, a estos precios, a la exposición vía compañías mineras, donde tendríamos que asumir un mayor riesgo de pérdida en un escenario adverso, así como riesgos operativos vinculados a la gestión y desarrollo de proyectos y minas.

Teekay Corp. (5,7%, materias primas): es una compañía holding propietaria de compañías navieras que explotan buques metaneros (Teekay LNG) y tanqueros (Teekay Tankers). Teekay Corporation es la propietaria del c. 33% de Teekay LNG, mayor compañía naviera de transporte de Gas Natural Licuado del mundo por tamaño de flota. Teekay Corporation, por la gestión de Teekay LNG, le cobra una comisión que es creciente en función de la distribución de efectivo que haga Teekay LNG. A día de hoy, la distribución de efectivo de Teekay LNG es baja (a pesar de que ha subido un 36% para 2019) por el objetivo de desapalancar la compañía, lo que oculta para el mercado el valor que supone el incremento en las distribuciones que esperamos para los próximos años.

Aperam (5,4%, familiar): se trata de uno de los principales productores de acero inoxidable del mundo, con fuerte exposición a Europa y Latinoamérica. Después de un par de años de buen comportamiento bursátil, fruto de la racionalización de la oferta del sector y las medidas *antidumping* impuestas por Europa frente a productores asiáticos, el miedo al impacto de las tarifas del presidente americano Trump sobre este metal han impactado, a nuestro entender, de manera excesivamente negativa al valor.

Keck Seng Investments (5,3%, emergente olvidada): es una compañía familiar hongkonesa fundada a comienzos de la década de los 40 por la familia Ho, dueña del 75% del vehículo, por lo que sus intereses están alineados con los de sus accionistas. El holding está especializado en la propiedad y gestión de hoteles en Estados Unidos, China, Japón, Vietnam y Canadá. Keck Seng cuenta, además, con una importante cartera residencial en Macao que esperamos se beneficie de la reciente apertura del puente que une Hong Kong con esta ciudad. La poca liquidez de la acción o el hecho de que los activos se valoren a coste de adquisición en el

balance, han contribuido a generar una ineficiencia en el mercado a nuestro parecer injustificada.

AerCap Holdings (4,8%, otros): una de las compañías líderes del mundo en leasing de aviones. Se trata de un negocio con elevada recurrencia de ingresos y con buenas perspectivas futuras, dado el crecimiento esperado en la producción y demanda de aviones para los próximos años, derivado, fundamentalmente, de las necesidades de las economías desarrolladas y el crecimiento esperado de las emergentes. Pese a tratarse de un negocio con importante apalancamiento financiero, pensamos que la estabilidad de los flujos que genera el negocio, así como la correcta gestión de capital de los últimos años, adquiriendo ILFC a precios muy atractivos en 2013 o recomprando acciones con importante descuento, justifican invertir en una compañía que consigue ROEs históricos del 12% y cotiza hoy con descuento sobre su valor en libros y a menos de 10x beneficios.

Anexo

Rentabilidades

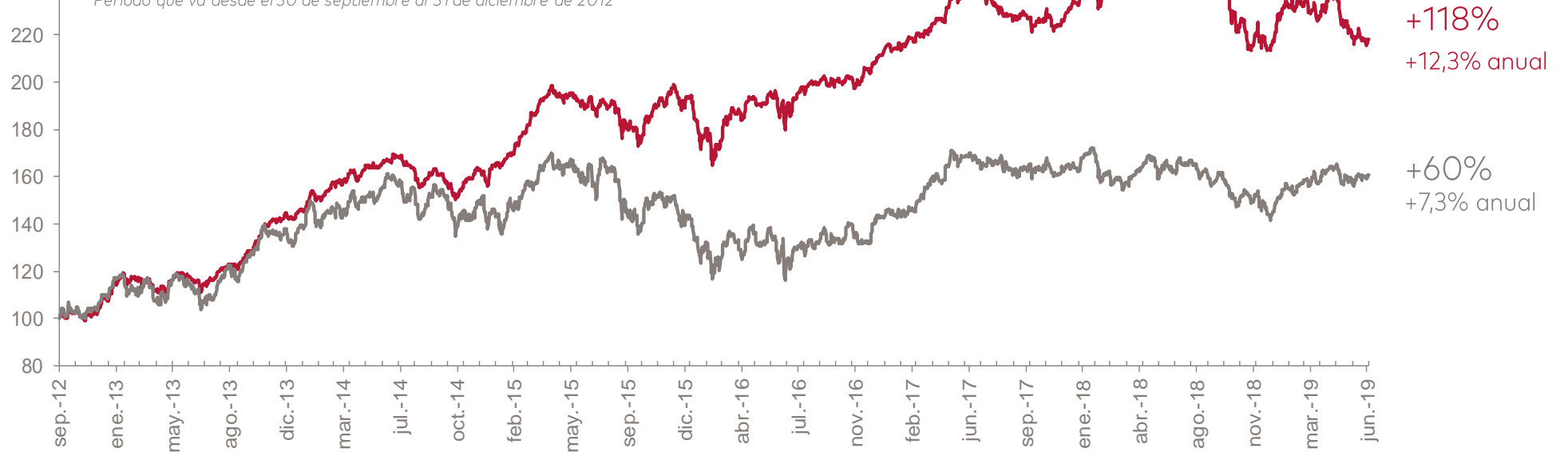
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la estrategia ibérica

Rentabilidad neta de comisiones	2012**	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Equipo gestor	7,18%	36,31%	13,45%	17,12%	10,24%	8,73%	-6,45%*	0,27%
80% el ITGBM y al 20% el PSI TR	8,93%	27,95%	2,27%	-0,18%	0,38%	13,57%	-10,56%	10,65%

Datos hasta el 30 de junio de 2019

*Comprende la suma de la rentabilidad del equipo gestor en su anterior etapa y en Horos AM a partir del 23 de mayo de 2018.

**Periodo que va desde el 30 de septiembre al 31 de diciembre de 2012



Rentabilidades

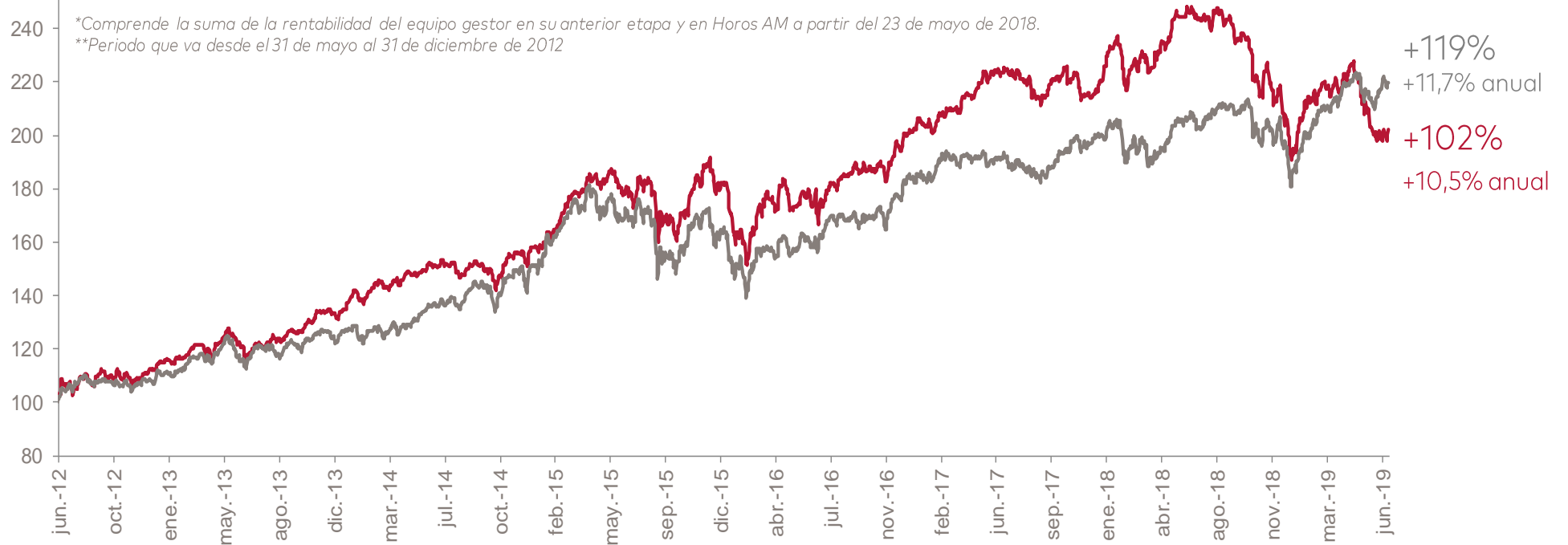
Rentabilidad histórica del equipo gestor en la **estrategia internacional**

Rentabilidad neta de comisiones	2012**	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Equipo gestor	13,90%	19,90%	17,60%	14,90%	11,00%	11,60%	-13,72%*	3,84%
MSCI ACWI Net Total Return EUR	8,17%	17,49%	18,61%	8,76%	11,09%	8,89%	-5,05%	16,67%

Datos hasta el 30 de junio de 2019

*Comprende la suma de la rentabilidad del equipo gestor en su anterior etapa y en Horos AM a partir del 23 de mayo de 2018.

**Periodo que va desde el 31 de mayo al 31 de diciembre de 2012



Potenciales

Potencial histórico del equipo gestor

Datos desde 31 de marzo de 2014 hasta el 30 de junio de 2019

*Hasta el 21 de mayo 2018 comprende el potencial del equipo gestor en su anterior etapa y desde entonces en Horos AM.

