

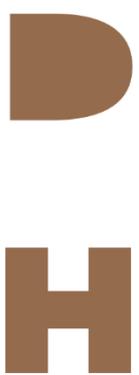


# BUY & HOLD

GESTIÓN DE ACTIVOS

Carta Semestral a Inversores

I Semestre 2021



Estimados inversores,

Hemos llegado al ecuador del 2021, el año de la “recuperación” y les agradecemos la oportunidad que nos dan para explicarles brevemente nuestra visión de los mercados y la estrategia que seguimos cuando invertimos los ahorros que nos confían en nuestros fondos. Antes de empezar la carta, queremos en primer lugar agradecer a los inversores que depositaron su confianza en nosotros en agosto del 2004 invirtiendo en la SICAV Rex Royal Blue que hoy día se ha transformado en el fondo luxemburgués BH Equity y que el pasado 2 de julio multiplicaban su inversión original por más de 4 veces. Sin su confianza no estaríamos aquí ahora. Gracias!

Una vez más los mercados nos sorprenden. Hace doce meses nadie anticipaba una recuperación de tal magnitud como la que hemos experimentado. De hecho, desafiamos a nuestros lectores a que nos muestren un informe de un banco, de una casa de inversión o un “especialista” que hubiera dicho entre marzo y junio del 2020, que las materias primas, las empresas cíclicas y la bolsa en general iba a recuperar con tanta fuerza como lo han hecho. Nuestro índice de referencia de renta variable global, el MSCI World Net se ha revalorizado un 34% en euros en los últimos 12 meses, superando holgadamente los niveles que el mercado marcó a principios del 2019, justo antes de que se desatara la crisis global del Covid-19. Si comparamos el nivel actual de mercado con finales de marzo del 2020, hace 15 meses, entonces la revalorización ha sido del 53%.

La dificultad para predecir el comportamiento de la economía y de los mercados financieros debe hacernos descubrir la importancia de aislarnos un poco del ruido del día a día de los mercados y de seguir políticas de inversión razonables y permanentes si queremos obtener buenos resultados a largo plazo.

Como ejemplo de un análisis cortoplacista, hoy hemos recibido un correo electrónico de un bróker que recomienda mantenerse al margen de valores relacionados con el turismo europeo dado el avance de la variante india “Delta” del Covid-19. Esto suena mucho al tipo de recomendaciones que se hacían hace doce meses. Tal vez si dentro de un año comparamos esta recomendación con la evolución de las acciones de aquellas empresas de las que ahora recomienda alejarse, puede que nos llevemos una sorpresa.



## Diferencia entre invertir en acciones y en bonos

Como saben en Buy&Hold invertimos tanto en Renta Variable como en Renta Fija mediante tres estrategias con siete fondos, tres en Luxemburgo y cuatro en España: Renta Variable a través de BH Acciones (España) y BH Equity (Luxemburgo), Renta Fija a través de BH Renta Fija y Deuda (España) y BH Bonds (Luxemburgo) y por último, una combinación de las dos a través de BH Flexible (España y Luxemburgo).

**Es muy importante distinguir entre invertir como accionista (Renta Variable) o como acreedor (Renta Fija).** Los intereses de accionistas y acreedores coinciden algunas veces, pero en la mayor parte de las ocasiones difieren notablemente. Ni a los accionistas ni a los acreedores les interesa que la empresa vaya tan mal que acabe quebrando. Sin embargo, una ampliación de capital para fortalecer el balance es algo muy positivo para un acreedor y bastante negativo para un accionista. Recortar el dividendo suele ser negativo para un accionista y positivo para un acreedor... etc.

Así pues, aunque las herramientas de análisis son las mismas, **las conclusiones suelen ser diferentes y el tipo de empresas en que invertimos como accionistas o como acreedores suelen ser bastante distintas.** Como acreedores no buscamos empresas que estén muy bien porque esas empresas no necesitan emitir deuda y si emiten lo harán a tipo cero o negativo. Tampoco invertimos en empresas que estén tan mal que tengan un alto riesgo de quiebra. Pero si que buscamos empresas que estén en terreno gris, es decir aquellas que no son tan rentables que solo se autofinancian sino que necesitan deuda para

operar, pero que no están tan mal o tienen tanta deuda que pueden caer en el hoyo, si nos permiten la expresión. En este terreno gris es donde encontramos emisores que pagan cupones de alrededor del 4-5% que es la rentabilidad media ("yield", el argot financiero) de nuestra cartera a día de hoy.

Como accionistas, en cambio, buscamos empresas con negocios excelentes, altos retornos en el capital y por consiguiente nula necesidad de deuda o incluso con mucha caja neta en el balance. Más adelante explicamos en detalle porqué.

Insistimos en este punto para que puedan entender mejor las políticas de inversión que seguimos. Muchas veces se dice en redes sociales o en medios de comunicación que Buy&Hold invierte en empresas de calidad y alguien suele contestar que no es cierto, que las empresas que tenemos en nuestra cartera de renta fija no son en absoluto de calidad. Y así es. **En Renta Fija no invertimos en empresas de gran calidad, invertimos en empresas con la calidad suficiente para no quebrar. Punto. Sin embargo, en nuestra cartera de Renta Variable es raro que tengamos alguna empresa que no tenga negocios excelentes, grandes barreras de entrada y una alta rentabilidad sobre el capital invertido.**



### ¿Qué es un negocio de calidad?

Calidad es un concepto fundamentalmente cualitativo. Es necesario analizar y conocer muy bien las dinámicas de un negocio y sus actores, clientes, proveedores y competidores para valorar la calidad del mismo. La calidad de

una empresa también suele estar relacionada con la calidad de los gestores y esto es si cabe más cualitativo todavía.

Por resumir, la **calidad suele estar ligada a la existencia de barreras que dificultan la entrada de competencia y dan un cierto poder de fijación de precios**. Sobre este punto hay muchísima literatura financiera. En una economía abierta de mercado, la competencia reduce cualquier exceso de rentabilidad del negocio que esté por encima de su coste de capital, es decir, destruye a largo plazo la rentabilidad para los accionistas. Cuando un negocio es muy rentable, si no hay barreras de entrada, los competidores entran en el mismo como las moscas en la miel y al final el negocio deja de ser rentable.

Las barreras de entrada o fosos defensivos suelen estar ligados a marcas fuertes, a ventajas estructurales de costes, a patentes o ventajas en innovación, a mercados estructuralmente oligopolísticos o monopolísticos...etc.

El retorno sobre el capital (ROCE) y sobre los fondos propios (ROE) es un indicador cuantitativo que suele indicar la calidad del negocio. Cuando una empresa muestra tasas altas y sostenidas de rentabilidad sobre su capital a lo largo del tiempo normalmente indica que cuenta con barreras de entrada o fosos defensivos fuertes que la defienden frente a competidores.



## ¿Por qué compramos acciones de empresas de alta calidad?

La principal razón es que en este tipo de empresas el tiempo juega a nuestro favor como accionistas. Como acreedores (casi) todas nuestras inversiones tienen una limitación de tiempo hasta el vencimiento del bono. Como accionistas la duración de la inversión es en principio indefinida. Somos accionistas a largo plazo. Las altas rentabilidades de empresas de calidad se van componiendo (no sumando) y permiten dar rendimientos extraordinarios y no intuitivos a largo plazo. **Este tipo de empresas se denominan en inglés "compounders", es decir que los beneficios se reinvierten aumentando el valor del negocio de forma exponencial** y en diez, quince o veinte años, el precio de sus acciones puede multiplicar por cinco, diez o veinte veces.

Por el contrario, **en las empresas que no proporcionan una buena rentabilidad sobre su capital, el tiempo juega en contra de los accionistas.** Cuando compramos una empresa que está muy barata pero con malos fundamentales, debemos esperar a que se produzca un evento que permita un reseteo de su valoración al alza para después, salir rápidamente de ella en busca de otra oportunidad. Si este evento no se produce, el tiempo juega en nuestra contra y a largo plazo llegarán sorpresas negativas, como es lógico en un negocio con malos fundamentales, que habitualmente harán que acabemos perdiendo dinero en nuestra inversión.

La segunda razón, que está relacionada con la primera, es que cuando encontramos una empresa de **alta calidad o "compounder" podemos comprar y mantener la posición (en honor a nuestro nombre "Buy&Hold") evitando tener que rotar la cartera. La rotación de la cartera es una fuente de riesgos y errores.** Cada vez que rotamos, hay que acertar dos veces: en lo que vendemos y en lo que compramos. Rotando las carteras intentamos controlar el momento (timing) de una inversión. Y créanme, es extraordinariamente difícil comprar un valor, hacer una rentabilidad superior a la del mercado, venderlo y volver a comprar para repetir la misma operación sucesivamente. Mientras que, si compramos algo bueno y nos estamos quietos, normalmente el tiempo nos hará ganar dinero por encima de la media del mercado.

**Por último, en Buy&Hold somos de la opinión que nuestro conocimiento de cualquier empresa es limitado.** A pesar de que contamos con plataformas de pago que nos permiten acceder a entrevistas de directivos, clientes o competidores de un negocio y a pesar de que los gestores y socios de Buy&Hold acumulamos más de medio siglo de experiencia como inversores, a

pesar de las posibilidades que ofrece hoy día Internet y de nuestro esfuerzo por investigar, debemos admitir que como inversores somos fundamentalmente “outsiders” en cualquier industria en la que invertimos y nuestro conocimiento es bastante limitado. Este reconocimiento de nuestras limitaciones, siguiendo las enseñanzas del gran filósofo Sócrates (“Solo se que no se nada”), nos empuja a invertir en negocios con fuertes barreras de entrada donde, aunque haya algún factor que no hayamos tenido en cuenta, los fundamentales son suficientemente sólidos para que el tiempo juegue a nuestro favor y la empresa nos de sorpresas positivas en el futuro.

### Inflación y nuestra cartera de Renta Variable

Actualmente hay un gran debate en los mercados sobre si la economía europea y americana están en la antesala de un retorno de la inflación como no hemos visto en los últimos diez años al menos.

Como saben, en Buy&Hold no invertimos nunca en función de criterios macroeconómicos sino analizando caso por caso las empresas y tomando decisiones de abajo a arriba (“bottom up” en inglés). De hecho, pensamos que es extraordinariamente difícil acertar cómo será la evolución de la inflación a medio o largo plazo. Muchos actores de mercado piensan que se acercan momentos de alta inflación que podrían acabar creando problemas de alzas salariales y de costes que harían difícil su control a medio plazo. Sin embargo, la Reserva Federal Americana piensa lo contrario, defendiendo que el alza actual de la inflación es un episodio esporádico que irá desapareciendo en la segunda mitad de año.

## Sea cual sea el resultado final ¿cómo se comportaría nuestra cartera de Renta Variable en un entorno inflacionista?

Como regla general, las acciones se comportan mejor que los bonos en un entorno inflacionista puesto que los negocios pueden subir precios para compensar la inflación al contrario que en el caso de los bonos, donde los retornos son fijos y la inflación por tanto reduce la rentabilidad real para los acreedores del dinero que han invertido en deuda.

Sin embargo, esto es un análisis miope del problema porque además de la posibilidad de transmitir los costes a los clientes hay un impacto adicional en la rentabilidad sobre el capital invertido y la retribución que los accionistas obtienen en sus negocios. Warren Buffett en su carta a los accionistas de Berkshire Hathaway de 1983 ya menciona este problema.

**Pongamos un ejemplo.** Supongamos una empresa BUENA que gana 100 euros y su capital invertido (inmovilizado, inventarios...etc) es 200 euros y una empresa MALA también gana 100 euros pero su capital invertido es 1.000 euros. Es decir, el ROCE de la empresa BUENA es del 50% frente al 10% en el caso de la empresa MALA

Asumamos, de manera razonable, que pagamos 10 veces el capital invertido en el negocio BUENO puesto que es un negocio muy rentable (genera una excelente rentabilidad sobre el capital invertido del 50%). Por otro lado, por el negocio MALO pagaremos 1 vez el capital invertido puesto que genera una rentabilidad sobre el mismo de tan solo el 10%. De este modo, estaríamos pagando 2.000 euros por el negocio BUENO y 1.000 euros por el MALO

Imaginemos ahora un escenario inflacionista donde al cabo de varios años se alcanza una inflación acumulada del 100%, es decir los precios se duplican. Suponemos que tanto la empresa BUENA como la MALA pueden repercutir el incremento de precios a sus clientes manteniendo de este modo los márgenes estables. En este escenario los beneficios en ambas empresas pasarían a ser 200 euros y el valor de cada negocio sería ahora de 4.000 euros y 2.000 euros respectivamente. Sin embargo, si este escenario inflacionario persiste en el tiempo, ambos negocios deberían también doblar su capital invertido para poder alcanzar ese nivel de beneficios. Así, además de doblar la inversión en el fondo de maniobra por el efecto de la inflación (inventario, materias primas,

cuentas a cobrar y pagar etc) también sería necesario reponer el inmovilizado fijo que se va amortizando a un coste del doble que anteriormente. En el caso de la empresa BUENA el aumento de la valoración en 2.000 euros conlleva un aumento del capital invertido de 200 a 400 euros, o lo que es lo mismo 200 euros invertidos en el (capital del) negocio ha supuesto un aumento de la valoración de 2.000 euros. La relación es pues por cada 1 euro invertido en el negocio de la empresa BUENA, obtenemos 10 euros de aumento en la valoración del negocio (relación 1:10). Mientras que, en el caso de la empresa MALA, la valoración aumentaría de 1.000 a 2.000 euros igual que el capital invertido y por tanto, por cada 1 euro invertido en el negocio habría aumentado la valoración en 1 euro (relación 1:1).

Al cabo de los años el flujo de caja libre acumulado para los accionistas de la empresa BUENA (sea para repartir dividendos, recomprar acciones o adquirir otras empresas) es substancialmente mayor que en el caso de la empresa MALA porque las necesidades de inversión para duplicar los beneficios y la valoración de cada negocio han sido muy diferentes en el caso de la empresa BUENA y la MALA.

Aunque la inflación afecta a ambos negocios, obligando a duplicar el capital invertido, el impacto en la empresa BUENA es mucho mejor que en el caso de la empresa MALA.

Aplicando este razonamiento a nuestra cartera, según Bloomberg el ROCE del 2022 de las empresas que componen la cartera de Buy&Hold es del 38%, mientras que, el del S&P 500 está entorno al 12%, igual que su media histórica. En el caso de valores europeos, el ROCE es un poco inferior al del S&P. En conclusión, nuestra cartera de Renta Variable está mucho mejor posicionada que los principales mercados de acciones para soportar un escenario inflacionista. De hecho, en los primeros seis meses de este año se ha producido un repunte inflacionista fuerte en las principales economías del mundo y la rentabilidad de BH Acciones en este periodo ha sido del 17% frente a una rentabilidad en euros del 16% del MSCI World Net, nuestro índice de referencia.

### Inflación y nuestra cartera de Renta Fija

Anteriormente hemos mencionado que las acciones se comportan mejor que los bonos en un escenario inflacionista porque las empresas pueden traspasar los incrementos de costes a sus ventas manteniendo estables los beneficios en moneda constante. Este no es el caso de los bonos que tienen regulado contractualmente los pagos durante la duración de la emisión hasta

vencimiento. Este primer efecto podemos denominarlo el “efecto de tipo de interés”.

**Veamos en un ejemplo del efecto de tipo de interés.** Actualmente los tipos de interés en Europa están entorno al 0% si se trata de deuda de alta calidad, habiendo mucha deuda de larga duración como el bono alemán a 10 años que está en negativo. De hecho, el Banco Central Europeo no solo no remunera sino que cobra a los bancos por aceptar sus depósitos. Si, de repente, el tipo de interés ascendiera al 5%, el precio de los bonos incorporaría este efecto bajando en el mercado secundario hasta dar al nuevo comprador una rentabilidad del 5% (entendiendo por tal una TIR, Tasa Interna de Retorno o TAE, Tasa Anualizada Equivalente). La corrección en el precio de los bonos sería más violenta cuanto mayor sea la duración del bono. Para pasar de una TIR del 0% al 5%, un bono con una duración de un año sufriría una caída del 5% y uno de 10 años una caída del 35%.

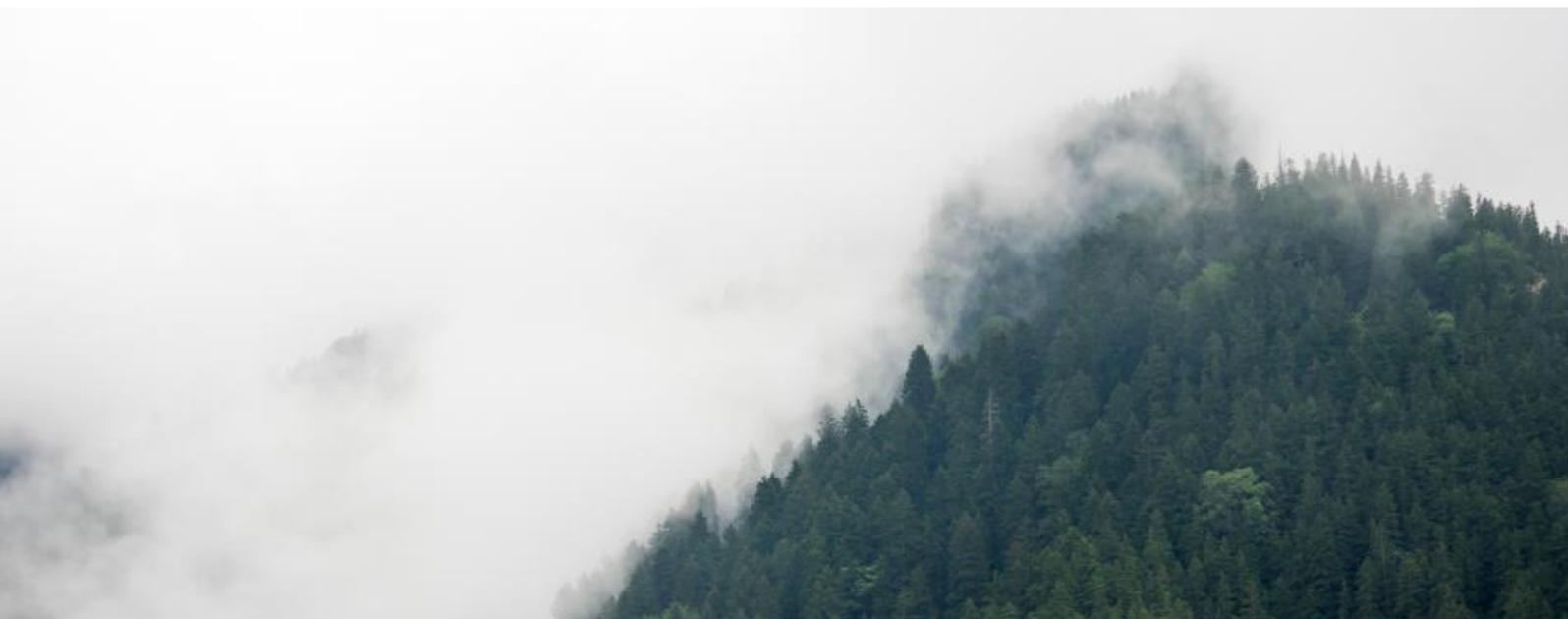
Pero además de este efecto, **existe otro efecto muy importante que denominamos “efecto de solvencia crediticia”** que funciona de forma opuesta al del tipo de interés. Cuando se produce una subida de tipos de interés, afectando negativamente al precio de los bonos como hemos visto, es porque estamos en un escenario de inflación. Si hay inflación, normalmente hay crecimiento económico y si hay crecimiento económico la solvencia crediticia de las empresas cuyos bonos tenemos en cartera mejora, lo cual redundará en una reducción de riesgo y de rentabilidad de sus bonos, provocando una subida del precio de los mismos.

La rentabilidad media de los bonos que tenemos en la cartera de BH Renta Fija / Bonds a día de hoy es del 4,6% y la duración media es de 3,1 años. Además, la cartera tiene coberturas de duración de tipo de interés, lo cual reduce la duración un año a 2,1 años de media.

En el entorno actual de tipo de interés, conseguir una rentabilidad media del 4,6% con una duración de 2-3 años solo es posible si la cartera tiene poca inversión en bonos calificados por las agencias como grado de inversión (30% del total en nuestro caso), nada en deuda pública de gobiernos occidentales y la mayoría en riesgo de crédito de empresas del sector privado de tamaño medio. Por esto, una subida de tipos de interés por riesgo inflacionista, tendría un pequeño impacto negativo en la parte de cartera con grado de inversión, pero tendría un efecto positivo mucho mayor por “solvencia crediticia” en el resto de la cartera. De hecho, en lo que va de año la cartera ha tenido una

rentabilidad positiva del +4,8% y nuestro índice de referencia "Barclays Euro Aggregate Corporate Bond" una rentabilidad negativa del -0,4%.

En conclusión, un escenario de aumento de la inflación tiene un efecto positivo en nuestras carteras de Renta Fija. Si entráramos en un escenario de hiperinflación entonces este efecto pasaría a ser negativo, al igual que en Renta Variable, pero no parece que este sea un escenario realista.



### Narrativas y valoración

Los mercados de capitales descuentan flujos de caja futuros. Como nadie tenemos bolas mágicas que permitan predecir el futuro, las "narrativas" sobre lo que va a suceder tienen mucha importancia en la valoración sobre todo en el caso de las acciones.

Por "narrativas" entendemos visiones del mercado, de sectores o de empresas concretas que gozan de amplio consenso dentro de la comunidad inversora. Las narrativas son explicaciones cualitativas sobre lo que va a suceder en el futuro. Como toda hipótesis futura, algunas acaban siendo correctas y otras no, y por eso algunas narrativas han sido, son y serán responsables de grandes desalineaciones entre el valor real de una empresa y su cotización en bolsa.

Cuando las narrativas generan grandes burbujas es cuando incorporan elementos correctos pero que son solo una parte de la verdad y no tienen en cuenta otros elementos. Por ejemplo, una de las **narrativas más devastadoras fue la de la "burbuja puntocom"** que se inició en el cambio de siglo. La aparición

de internet generó una narrativa de gran difusión en su momento según la cual 1) Internet iba a cambiar el mundo (cosa correcta) y 2) cualquier empresa de Internet iba a cambiar el mundo (cosa incorrecta). Esto hizo que el todo el mercado de TMT (Tecnología Medios y Telecomunicaciones) subiera hasta alcanzar valoraciones absurdas sin distinguir lo bueno de lo malo. En dos años del 2000 al 2002 el Nasdaq cayó más de un 80% desde máximos. Sin embargo, si usted hubiera comprado Amazon en lo alto de la burbuja a finales de 1999 y la hubiera mantenido hasta hoy, habría multiplicado su inversión por 33 veces. No está mal, ¿verdad?

En nuestra carta semestral de enero de este año, señalamos dos narrativas peligrosas que gozan de gran consenso actualmente. La primera está **relacionada con las empresas de energías renovables**. En los últimos doce meses ha habido un boom de salidas a bolsa bajo el argumento de que el futuro es de las energías renovables y por tanto la demanda futura va a ser enorme. Esto es sin duda cierto, pero pensamos que no se está teniendo en cuenta que aunque la demanda futura es muy grande la oferta está siendo mayor si cabe, en un sector en que no hay barreras de entrada. Prácticamente cualquiera puede promover y poner en marcha una planta solar o eólica. Esto está generando una burbuja en la oferta del sector que puede tener efectos devastadores en los retornos de la industria al futuro.

**La segunda narrativa gira en torno a algunos valores a los que el mercado da un gran beneficio de la duda como es el caso de Tesla**. Su valoración actual de 650.000 millones de dólares no se sostiene en absoluto como un fabricante de gama alta de coches eléctricos, menos aún como un fabricante de bienes de equipo eléctricos, sino que debe sustentarse en que Tesla será un claro ganador en la carrera para fabricar el coche autónomo. Aunque sin duda, Tesla y Elon Musk su fundador han demostrado una gran capacidad para provocar disrupciones y ganar carreras difíciles, en la carrera del coche autónomo hay grandes contendientes en liza, que no son precisamente empresas anquilosadas o anticuadas como las del sector del automóvil, sino grandes disruptores del sector de la inteligencia artificial, del tratamiento de datos...etc, como Google, Apple, ...etc.

Sin embargo, **de forma opuesta a esta, hay una narrativa muy generalizada con una visión negativa o recelosa de los FAANGs, principalmente de Facebook y Google**, donde no solo no se da ningún valor al potencial futuro que suponen sus negocios y sus enormes comunidades de clientes con un enorme potencial todavía sin explotar, sino que se intenta quitar o mostrar como expuesto a grandes riesgos la realidad indiscutible de sus resultados actuales. Estas

empresas cotizan actualmente a multiplicadores sobre beneficios del 2022 de alrededor de 20 veces y menos de 20 veces si descontáramos la caja que acumulan en sus balances. Sin embargo, sus tasas de crecimiento de ventas y beneficios son altísimas, con crecimientos del beneficio por acción cercanos al 100% en el 2021.

**Tanto en el caso de Facebook como de Google, hay una animosidad en los medios de comunicación constante, con un flujo continuo de noticias negativas** que sospechamos que puede deberse en parte a que estos mismos medios que las publican se han visto muy perjudicados de manera directa por la erupción de la publicidad digital y el éxito de estos dos gigantes.

Facebook por ejemplo se ha visto atacada desde hace cuatro años con noticias negativas sobre el nivel de privacidad o de control de contenidos dañinos cuando sus competidores más cercanos como Tiktok cuentan con estándares bastante peores en ambos aspectos. Igualmente se ha generado una enorme "narrativa" sobre el riesgo regulatorio al tiempo que no se tiene en cuenta que en sociedades libres y de imperio de la ley como las occidentales no es tan fácil actuar contra una empresa que gasta 20.000 millones de dólares al año en cumplir las normas. Y si no lo creen, miren lo que ha pasado recientemente con la sentencia del juez de tribunal de distrito, James Boasberg que ha desestimado totalmente la demanda antimonopolio presentada por la Federal Trade Comission americana contra Facebook.

A pesar de todo esto y también a pesar de los escándalos de Cambridge Analytics, o de los intentos de boicot sobre sus plataformas, el número de usuarios y sus ventas y beneficios no paran de crecer, dando incluso la oportunidad de comprar una empresa de tanta calidad, con tantas barreras de entrada y con crecimiento de beneficios tan alto a un PER de apenas 20 veces.

**Facebook y Google son nuestras principales posiciones en la cartera actualmente.**



## Subordinación de los fondos españoles a los luxemburgueses

En los próximos días, recibirán una notificación nuestra indicándoles nuestra intención de subordinar los fondos españoles de Buy&Hold a nuestros fondos luxemburgueses. Si nos dejan dos minutos, les explicamos el porqué.

En Buy&Hold pensamos que para proporcionar un servicio excelente es clave simplificar lo máximo posible nuestros productos y nuestros procedimientos, mejorando de este modo el resultado para nuestros clientes. Por esta razón hemos decidido subordinar nuestros fondos españoles a nuestros fondos luxemburgueses, reduciendo de este modo las carteras que gestionamos de 7 a 4.

Actualmente contamos con seis de nuestros siete fondos están enmarcados dos a dos en tres categorías: Renta Variable Global, Mixtos y Renta Fija Global, según el esquema que presentamos a continuación:

| País (depositario) | Renta Variable Global | Mixtos      | Renta Fija Global |
|--------------------|-----------------------|-------------|-------------------|
| Luxemburgo         | BH Equity             | BH Flexible | BH Renta Fija     |
| España             | BH Acciones           | BH Flexible | BH Bonds          |



Las políticas de inversión y la composición de las carteras en cada una de las categorías son muy parecidas por no decir casi idénticas.

Reduciendo el número de carteras de seis a tres, reducimos los costes de compraventa en transacciones, reducimos los riesgos y errores a la hora de realizar operaciones, eliminamos conflictos de interés en la asignación de valores entre fondos, especialmente en Renta Fija, donde son muy frecuentes y por último, aumentamos la liquidez para los partícipes en momentos de volatilidad de los mercados, sobre todo en el caso de las carteras de Renta Fija.

En consecuencia, vamos a subordinar nuestros fondos españoles a sus respectivos fondos luxemburgueses por categoría. Es decir, el fondo BH Acciones se subordina al BH Equity y así sucesivamente. Esto significa que BH Acciones pasará a invertir en un único activo que será el fondo BH Equity, a través de una clase especial de BH Equity con una comisión de gestión del 0%, o lo que es lo mismo, la subordinación no duplica ni incrementa la comisión de gestión sino que BH Acciones mantendrá sin modificaciones la comisión actual de gestión del 0,95% fija más un 7% de las plusvalías y lo mismo pasará con el resto de fondos que se subordinan.

En Buy&Hold seguiremos teniendo siete fondos de inversión, tres en Luxemburgo y cuatro en España, que se podrán contratar del mismo modo que en la actualidad. Este movimiento no supone absolutamente ningún cambio en la operativa diaria de nuestros clientes y por supuesto no tiene ningún impacto fiscal. A partir de ahora los inversores que inviertan en BH Equity o en BH Acciones invertirán en la misma cartera a través de dos vehículos distintos uno en Luxemburgo y otro en España y lo mismo con BH Flexible o con BH Bonds y BH Renta Fija.

Acabamos esta carta agradeciéndoles su confianza al depositar su dinero con nosotros. Por mucho que les repitamos este agradecimiento, nunca será suficiente. En Buy&Hold trabajamos muy duro para asegurarnos que el interés de nuestros clientes y la rentabilidad de sus inversiones sea lo primero.

Esperamos volver a vernos nuevamente a final de año y que sea con noticias positivas. Disfruten del verano!

Julián Pascual  
Presidente

Rafael Valera  
Consejero Delegado

Antonio Aspas  
Consejero

Socios de Buy & Hold SGIC, S.A.



**B**

**H**

**Your Investment,  
Our Investment.**