

AZVALOR MANAGERS, FI

Nº Registro CNMV: 5315

Informe Semestral del Primer Semestre 2020

Gestora: 1) AZVALOR ASSET MANAGEMENT, SGIIC, S.A. **Depositario:** BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUCURSAL EN ESPAÑA **Auditor:** KPMG AUDITORES, S.L.

Grupo Gestora: **Grupo Depositario:** BNP PARIBAS **Rating Depositario:** A+

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en www.azvalor.com.

La Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

Dirección

PASEO DE LA CASTELLANA, 110 3º - 28046 MADRID (MADRID)

Correo Electrónico

sac@azvalor.com

Asimismo cuenta con un departamento o servicio de atención al cliente encargado de resolver las quejas y reclamaciones. La CNMV también pone a su disposición la Oficina de Atención al Inversor (902 149 200, e-mail: inversores@cnmv.es).

INFORMACIÓN FONDO

Fecha de registro: 08/11/2018

1. Política de inversión y divisa de denominación

Categoría

Tipo de fondo:

Otros

Vocación inversora: Renta Variable Internacional

Perfil de Riesgo: 7, en una escala del 1 al 7

Descripción general

Política de inversión: El fondo podrá invertir hasta 10% en IIC financieras (activo apto), armonizadas o no, no pertenecientes al grupo de la gestora. El FI tiene 4 subgestoras: Donald Smith&Co, Mittleman Investment Management, Moerus Capital Management y Goehring & Rozencwajg Associates. El objetivo es encontrar

las mejores oportunidades de inversión en renta variable global, delegando la gestión en los mejores gestores cumpliendo con estrictos requisitos de calidad, seleccionados por la Gestora mediante análisis cualitativo, logrando una gestión eficaz y transparente. La asignación a cada subgestora será del 0-40% de la cartera a discreción de la Gestora, que podrá variar los pesos de las carteras para evitar, p. ej. concentraciones sectoriales excesivas. El límite máximo por subgestora no superará el 40% de la exposición total en cada momento. Más del 75% de la

exposición total se invierte en renta variable de cualquier capitalización/sector, principalmente internacional, de emisores/mercados OCDEo emergentes (sin límite), seleccionando valores infravalorados con perspectivas de revalorización. Podrá existir concentración geográfica/sectorial. Exposición a riesgo divisa:0-100%.

El Fondo cumple la Directiva 2009/65/CE.

Operativa en instrumentos derivados

La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método del compromiso

Una información más detallada sobre la política de inversión del Fondo se puede encontrar en su folleto informativo.

Divisa de denominación EUR

2. Datos económicos

	Periodo actual	Periodo anterior	2020	2019
Índice de rotación de la cartera	0,04	0,05	0,04	0,20
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	0,09	-0,07	0,09	-0,06

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso. En el caso de IIC cuyo valor liquidativo no se determine diariamente, éste dato y el de patrimonio se refieren a los últimos disponibles

2.1.b) Datos generales.

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

	Periodo actual	Periodo anterior
Nº de Participaciones	178.895,71	203.901,10
Nº de Partícipes	344	336
Beneficios brutos distribuidos por participación (EUR)	0,00	0,00
Inversión mínima (EUR)	5.000,00 Euros	

Fecha	Patrimonio fin de periodo (miles de EUR)	Valor liquidativo fin del período (EUR)
Periodo del informe	12.887	72,0372
2019	21.189	103,9179
2018	7.250	94,9027
2017		

Comisiones aplicadas en el período, sobre patrimonio medio

	% efectivamente cobrado						Base de cálculo	Sistema de imputación
	Periodo			Acumulada				
	s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
Comisión de gestión	1,12		1,12	1,12		1,12	patrimonio	al fondo
Comisión de depositario			0,02			0,02	patrimonio	

2.2 Comportamiento

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco

A) Individual. Divisa EUR

Rentabilidad (% sin anualizar)	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	Año t-2	Año t-3	Año t-5
Rentabilidad IIC	-30,68	22,71	-43,51	5,96	-0,44	9,50			

Rentabilidades extremas (i)	Trimestre actual		Último año		Últimos 3 años	
	%	Fecha	%	Fecha	%	Fecha
Rentabilidad mínima (%)	-7,11	11-06-2020	-14,22	09-03-2020		
Rentabilidad máxima (%)	5,81	29-04-2020	7,67	24-03-2020		

(i) Sólo se informa para las clases con una antigüedad mínima del periodo solicitado y siempre que no se haya modificado su vocación inversora

Se refiere a las rentabilidades máximas y mínimas entre dos valores liquidativos consecutivos.

La periodicidad de cálculo del valor liquidativo es *diaria*

Recuerde que rentabilidades pasadas no presuponen rentabilidades futuras. Sólo se informa si se ha mantenido una política de inversión homogénea en el período.

Medidas de riesgo (%)	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	Año t-2	Año t-3	Año t-5
Volatilidad(ii) de:									
Valor liquidativo	52,12	40,00	61,07	11,31	16,91	13,92			
Ibex-35	42,23	32,18	50,19	12,90	13,27	12,36			
Letra Tesoro 1 año	0,57	0,59	0,56	0,37	0,22	0,25			
MSCI ACWI NET TOTAL RETURN EUR DAIL INDE	36,85	24,68	45,72	8,72	12,58	10,34			
VaR histórico del valor liquidativo(iii)	23,90	23,90	23,86	11,12		11,12			

(ii) Volatilidad histórica: Indica el riesgo de un valor en un periodo, a mayor volatilidad mayor riesgo. A modo comparativo se ofrece la volatilidad de distintas referencias. Sólo se informa de la volatilidad para los períodos con política de inversión homogénea.

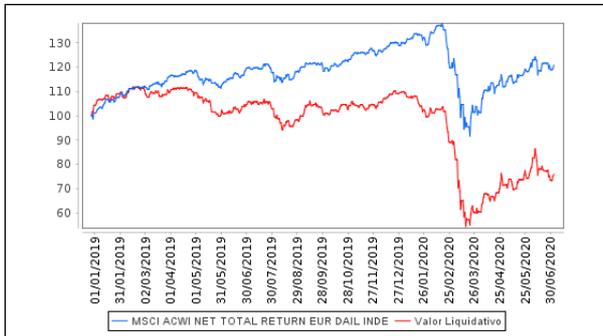
(iii) VaR histórico del valor liquidativo: Indica lo máximo que se puede perder, con un nivel de confianza del 99%, en el plazo de 1 mes, si se repitiese el comportamiento de la IIC de los últimos 5 años. El dato es a finales del periodo de referencia.

Gastos (% s/ patrimonio medio)	Acumulado 2020	Trimestral				Anual			
		Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	2019	2018	Año t-3	Año t-5
Ratio total de gastos (iv)	1,16	0,59	0,58	0,59	0,61	2,37	0,29		

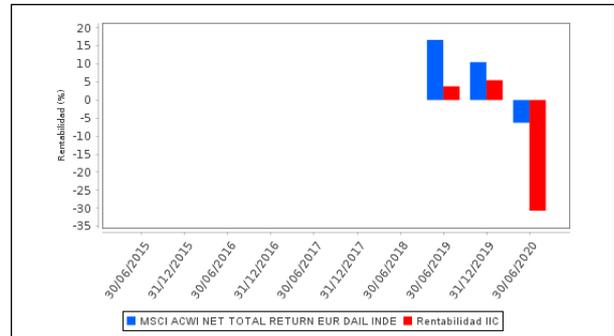
(iv) Incluye los gastos directos soportados en el periodo de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación), y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del periodo. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC este ratio incluye, de forma adicional al anterior, los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones, que incluyen las comisiones de suscripción y reembolso. Este ratio no incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

En el caso de inversiones en IIC que no calculan su ratio de gastos, éste se ha estimado para incorporarlo en el ratio de gastos.

Evolución del valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



B) Comparativa

Durante el periodo de referencia, la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la Sociedad Gestora se presenta en el cuadro adjunto. Los fondos se agrupan según su vocación inversora.

Vocación inversora	Patrimonio gestionado* (miles de euros)	Nº de partícipes*	Rentabilidad Semestral media**
Renta Fija Euro	0	0	0
Renta Fija Internacional	0	0	0
Renta Fija Mixta Euro	11.646	171	-4
Renta Fija Mixta Internacional	0	0	0
Renta Variable Mixta Euro	0	0	0
Renta Variable Mixta Internacional	0	0	0
Renta Variable Euro	60.636	2.010	-30
Renta Variable Internacional	668.660	11.050	-25
IIC de Gestión Pasiva	0	0	0
Garantizado de Rendimiento Fijo	0	0	0
Garantizado de Rendimiento Variable	0	0	0
De Garantía Parcial	0	0	0
Retorno Absoluto	0	0	0
Global	0	0	0
FMM a Corto Plazo de Valor Liquidativo Variable	0	0	0
FMM a Corto Plazo de Valor Liq. Constante de Deuda Pública	0	0	0
FMM a Corto Plazo de Valor Liquidativo de Baja Volatilidad	0	0	0
FMM Estándar de Valor Liquidativo Variable	0	0	0
Renta Fija Euro Corto Plazo	0	0	0
IIC que Replica un Índice	0	0	0
IIC con Objetivo Concreto de Rentabilidad No Garantizado	0	0	0
Total fondos	740.942	13.231	-25,27

*Medias.

**Rentabilidad media ponderada por patrimonio medio de cada FI en el periodo

2.3 Distribución del patrimonio al cierre del período (Importes en miles de EUR)

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio

Distribución del patrimonio	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	12.253	95,08	20.575	97,10
* Cartera interior	0	0,00	0	0,00
* Cartera exterior	12.253	95,08	20.575	97,10
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	0	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	545	4,23	654	3,09
(+/-) RESTO	89	0,69	-39	-0,18
TOTAL PATRIMONIO	12.887	100,00 %	21.189	100,00 %

Notas:

El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

Las inversiones financieras se informan a valor e estimado de realización.

2.4 Estado de variación patrimonial

	% sobre patrimonio medio			% variación respecto fin período anterior
	Variación del período actual	Variación del período anterior	Variación acumulada anual	
PATRIMONIO FIN PERIODO ANTERIOR (miles de EUR)	21.189	14.013	21.189	
± Suscripciones/ reembolsos (neto)	-5,05	36,26	-5,05	-112,71
- Beneficios brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	-49,82	7,03	-49,82	-747,67
(+) Rendimientos de gestión	-48,65	8,33	-48,65	-633,14
+ Intereses	0,00	0,00	0,00	-201,33
+ Dividendos	1,05	0,64	1,05	51,38
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	-49,77	7,72	-49,77	-688,42
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en derivados (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultado en IIC (realizados o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Otros resultados	0,07	-0,03	0,07	-367,30
± Otros rendimientos	0,00	0,00	0,00	0,00
(-) Gastos repercutidos	-1,24	-1,33	-1,24	-15,48
- Comisión de gestión	-1,12	-1,13	-1,12	-9,85
- Comisión de depositario	-0,02	-0,02	-0,02	-10,70
- Gastos por servicios exteriores	-0,02	-0,04	-0,02	-57,66
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	-0,01	0,00	-66,67
- Otros gastos repercutidos	-0,08	-0,13	-0,08	-48,17
(+) Ingresos	0,07	0,03	0,07	140,51
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,07	0,03	0,07	140,51
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	12.887	21.189	12.887	

Nota: El período se refiere al trimestre o semestre, según sea el caso.

3. Inversiones financieras

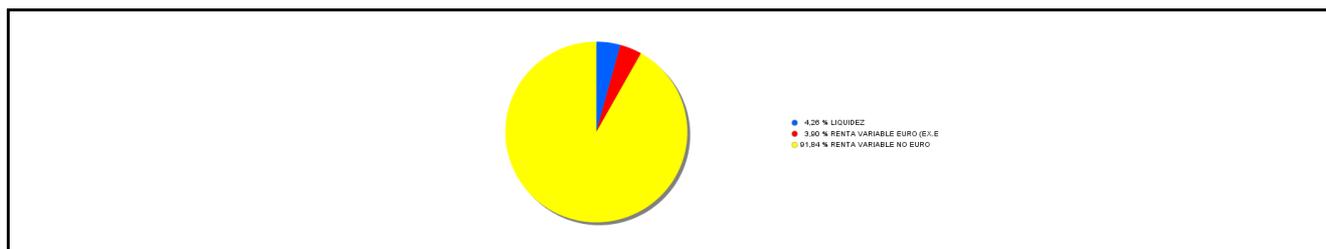
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del periodo

Descripción de la inversión y emisor	Periodo actual		Periodo anterior	
	Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RV COTIZADA	12.253	95,08	20.575	97,10
TOTAL RENTA VARIABLE	12.253	95,08	20.575	97,10
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR	12.253	95,08	20.575	97,10
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS	12.253	95,08	20.575	97,10

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período: Porcentaje respecto al patrimonio total



3.3 Operativa en derivados. Resumen de las posiciones abiertas al cierre del periodo (importes en miles de EUR)

No existen posiciones abiertas en instrumentos financieros derivados al cierre del periodo.

4. Hechos relevantes

	SI	NO
a. Suspensión temporal de suscripciones/reembolsos		X
b. Reanudación de suscripciones/reembolsos		X
c. Reembolso de patrimonio significativo		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Sustitución de la sociedad gestora		X
f. Sustitución de la entidad depositaria		X
g. Cambio de control de la sociedad gestora		X
h. Cambio en elementos esenciales del folleto informativo		X
i. Autorización del proceso de fusión		X
j. Otros hechos relevantes		X

5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No aplicable.

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones

	SI	NO
a. Partícipes significativos en el patrimonio del fondo (porcentaje superior al 20%)		X
b. Modificaciones de escasa relevancia en el Reglamento		X
c. Gestora y el depositario son del mismo grupo (según artículo 4 de la LMV)		X
d. Se han realizado operaciones de adquisición y venta de valores en los que el depositario ha actuado como vendedor o comprador, respectivamente		X

	SI	NO
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora o depositario, o alguno de éstos ha actuado como colocador, asegurador, director o asesor, o se han prestado valores a entidades vinculadas.		X
f. Se han adquirido valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra una entidad del grupo de la gestora o depositario, u otra IIC gestionada por la misma gestora u otra gestora del grupo.	X	
g. Se han percibido ingresos por entidades del grupo de la gestora que tienen como origen comisiones o gastos satisfechos por la IIC.		X
h. Otras informaciones u operaciones vinculadas		X

7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones

F. Existen operaciones vinculadas repetitivas y sometidas a un procedimiento de autorización simplificado, relativas a compraventa de Divisas, que realiza la Gestora con el Depositario.

8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No aplicable.

9. Anexo explicativo del informe periódico

1. SITUACION DE LOS MERCADOS Y EVOLUCIÓN DEL FONDO.

a) Visión de la gestora/sociedad sobre la situación de los mercados.

El primer semestre de 2020 ha estado marcado por la aparición de la epidemia del COVID19, traduciéndose la misma en un imprevisto shock a las principales economías del mundo. En relación a su impacto en las mismas, China sufrió un descenso de su PIB en el primer trimestre del -9,8%, siendo la estimación para el segundo trimestre un aumento del +9,6%; por su parte, EEUU descendió un -5% en el primer trimestre, y la Eurozona un -3,8%, siendo la estimación para el segundo trimestre de un descenso del -8,5% y -11,6% respectivamente. Lo que inició siendo un problema esencialmente vinculado a China, se ha traducido a estas alturas en uno de índole mundial, tanto a nivel sanitario como económico. Así es que, en esta primera mitad de año, el FMI estima un descenso del PIB cercano al -4,9% para 2020, trasladándose a la práctica totalidad de los sectores, de forma negativa en la mayoría de los casos.

A este respecto, seguimos sin emitir pronóstico alguno sobre la pandemia, siendo la epidemiología una rama del conocimiento en la que no aportamos valor añadido. No obstante, y dicho lo cual, podemos establecer ciertos puntos de partida similares a los surgidos en shocks de demanda pasados de la historia económica y bursátil. Los problemas de demanda se caracterizan por una fuerte y repentina bajada en la actividad económica, seguida posteriormente por un reajuste de la oferta mediante la desaparición de aquellas compañías peor preparadas. Las empresas con balances saneados, dirigidas por empresarios capaces y con experiencia, con ventaja competitiva en costes, líderes frente a su competencia, seguirán presentes y de forma aventajada en el mercado una vez la situación económica vuelva a la normalidad. El mercado nos ofrece la posibilidad de comprar dichas empresas con un descuento aún mayor sobre su valor intrínseco, situación que hemos aprovechado para realizar los ajustes de pesos oportunos en la cartera en función al valor y precio actual, dando preferencia en este proceso a compañías más líquidas, aumentando la capacidad de hacer liquidez en caso de ser necesario.

Igualmente, los procesos de confinamiento más o menos extensos en la mayoría de los países desarrollados del mundo no han hecho sino encarecer la factura económica de la pandemia. En términos de demanda, la caída ha sido muy brusca debido a la inmovilidad de la economía durante los ya adelantados confinamientos, no obstante, estamos empezando a ver las consecuencias en la oferta de los mismos: reducciones y cierres de capacidad en sectores como el del uranio dados en minas canadienses y kazajas, problemas en Chile en relación a la producción de cobre, caída de la producción de petróleo de esquisto en EEUU, etc.

Si bien no podemos concluir que la destrucción de oferta vaya a ser la misma en cada uno de estos sectores, es un hecho

innegable que muchos oferentes no van a sobrevivir a la magnitud de la actual crisis.

Con todo, los pilares de nuestra cartera siguen estando caracterizados por los mismos sectores relacionados con materias primas: oro, petróleo, gas, cobre y uranio, así como a un grupo de compañías con bastante disparidad en relación a sus ámbitos de competencia seleccionadas bajo nuestros mismos criterios. En la práctica totalidad de nuestra cartera intentamos seguir las líneas presentadas más arriba: robustez financiera con un balance saneado, compañía líder y con ventajas competitivas y un equipo de gestión actuando por los beneficios de los accionistas.

Así es que, inicialmente y tras fuertes caídas en el cobre (-20%), el gas natural (-25%) y el petróleo (-65%) en el primer trimestre del año, cerramos el semestre con mejores datos para estas tres materias primas: -2% para el cobre, -16% para el gas natural (Henry Hub) y -38% para el petróleo (Brent). Si bien los datos son negativos, presentan fuertes mejoras en relación al primer trimestre del año, podemos achacar las mismas por un lado a la paulatina vuelta de la demanda por el final de los diferentes procesos de confinamiento, así como por las fuertes destrucciones de oferta descritas más arriba. Trasladándose en mayor o menor medida estas dinámicas a la renta variable ligada a cada materia prima.

Por su parte, el oro y el uranio han mejorado sustancialmente sus resultados en relación al primer trimestre, cerrando el oro el primer semestre con una rentabilidad positiva del +17% (cercano a sus máximos históricos de los últimos 9 años), y revalorizándose por su parte el uranio un +26% demostrando la resiliencia de la demanda de la materia prima sumada a las reducciones y cierres de capacidad canadiense y kazajo. Igualmente, trasladándose estas dinámicas a la renta variable de ambos sectores.

El cambio Euro-Dólar cerró el primer semestre del año en 1,12; plano a lo largo del periodo.

En nuestras cartas trimestrales (<https://www.azvalor.com/anuncios-y-comunicados/cartas-trimestrales>) el inversor podrá encontrar mayor detalle sobre la evolución de nuestros productos y estrategia de inversión.

b) Decisiones generales de inversión adoptadas.

El objetivo del fondo es encontrar las mejores oportunidades de inversión en acciones a nivel global, a través de la delegación de la gestión en Managers especializados. La selección de estos Managers externos la realiza el equipo de inversiones de Azvalor Asset Management, aplicando un exhaustivo análisis cualitativo y buscando aquellos que cumplan con unos estrictos requisitos. Los cuatro Managers son:

Donald Smith&Co.

Mittleman Brothers IM.

Moerus Capital Mgmt.

Goehring&Rozenwajg.

No se han producido cambios en este semestre, y mantenemos una alta convicción sobre todos los Managers.

c) Índice de referencia.

El índice del fondo es el MSCI AC World Index NR. El fondo sigue una gestión completamente desligada del índice, luego el inversor debe esperar desviaciones significativas de rentabilidad frente a este, sobre todo a corto y medio plazo, como hemos visto en 2019 y lo que va de 2020. El active share del fondo es del 99.45% a cierre de Junio, es decir el solapamiento de la cartera del fondo frente a la cartera del índice es cercano a cero.

d) Evolución del Patrimonio, participes, rentabilidad y gastos de la IIC.

El fondo Azvalor Managers FI se lanzó el 8 de Noviembre del año 2018, y a 30 de Junio de 2020 cuenta con un patrimonio de 12,8 millones de Euros y con 344 partícipes.

El valor liquidativo a dicha fecha es de 72,04 Euros. La rentabilidad durante el semestre ha sido del -30,6%, mientras que la rentabilidad del índice MSCI AC World Index NR fue del -6,31%.

Durante el semestre el mercado de acciones a nivel global ha vivido dos períodos muy diferenciados.

Por un lado, a raíz del COVID y su efecto en el parón de la actividad económica global, el mercado de bolsa se desplomó en los meses de Febrero y Marzo, de forma generalizada. Dentro del mercado, en concreto las compañías pequeñas y medianas cayeron en mayor medida que las grandes. Según la firma Jeffereis, la caída del índice de pequeñas compañías americanas (Russell 2000) supuso el peor trimestre para estas compañías desde que se tienen registros. El estudio de Donald Smith&Co. en este sentido revela que las compañías más baratas en términos de Precio sobre valor contable cayeron más de un 50% en el trimestre. Además, por estilos, el estilo de Valor (Value) cayó casi el doble que el estilo de Crecimiento (Growth). Todos estos factores hicieron que el fondo sufriese una caída significativamente superior a la del índice durante el trimestre, teniendo en cuenta la elevada exposición del fondo a pequeñas y medianas compañías que cotizan a precios bajos respecto a su valor estimado.

El segundo período, desde finales de Marzo, vio un rebote muy pronunciado por parte de las bolsas. Desde el mínimo registrado el 18 de Marzo hasta el cierre del semestre, Azvalor Managers se revalorizó casi un 40%, dejando la rentabilidad en lo que va de año con cerca de un 30% de caída. En nuestra opinión esta caída no obedece a los fundamentales de las compañías en cartera y pensamos que el valor de las mismas es muy superior.

Al ser un fondo de renta variable, los inversores deben esperar vaivenes en el valor liquidativo del fondo a corto y medio plazo, manteniendo una visión de inversión a largo plazo, de al menos 7 años.

A nivel de compañías concretas, el principal contribuidor positivo a la rentabilidad del fondo en el primer semestre de 2020 fue Atlas Air Worldwide (+56%), Avis Budget Group (+60%) y Gold Fields (+44%). Clear Media también fue un fuerte contribuidor tras ejecutarse en el segundo trimestre la oferta de adquisición (OPA) por parte de un consorcio participado entre otros por la compañía JCDecaux y el fundador de Alibaba, Jack Ma. Por el lado negativo, las posiciones que más perjudicaron a la rentabilidad del fondo fueron Revlon (-53%), Tidewater (-71%) y Hammerson (-75%).

El impacto de los gastos soportados por el fondo ha sido de un 1.16%.

e) Rendimiento del fondo en comparación con el resto de fondos de la gestora.

La sociedad gestora gestiona 7 estrategias

Azvalor Internacional, Azvalor Iberia, Azvalor Value Selection Sicav, Azvalor Managers, Azvalor Blue Chips, Azvalor Ultra y Azvalor Capital. Azvalor Internacional invierte en renta variable internacional habiendo obtenido una rentabilidad semestral del -25,20%, Azvalor Iberia en renta variable española y portuguesa habiendo obtenido una rentabilidad semestral del -29,55%, Azvalor Value Selection Sicav es una sicav que invierte en renta variable global habiendo obtenido una rentabilidad semestral del -26,83%, Azvalor Managers invierte en renta variable global habiendo obtenido una rentabilidad en el periodo de del -30,68%, Azvalor Blue Chips invierte en renta variable global con un sesgo hacia compañías de capitalización bursátil superior a 3.000 millones habiendo obtenido una rentabilidad semestral del -22,21%, Azvalor Ultra es un fondo de inversión libre, aún pendiente de inversión, y Azvalor Capital es un fondo con una exposición a renta fija del 90% y un 10% a renta variable habiendo obtenido una rentabilidad del -4,22% a cierre de semestre.

2. INFORMACION SOBRE LAS INVERSIONES.

a) Inversiones concretas realizadas durante el periodo.

El nivel de liquidez en cartera a 30 de Junio es del 4.92%. La cartera no ha variado de forma material en los últimos meses, y sigue con un posicionamiento similar a los trimestres anteriores.

Las principales posiciones en cartera son Aimia, Village Roadshow y International Game Technology, a cierre de Junio. Ha salido de la cartera la compañía Clear Media, que tenía un peso significativo, tras una operación corporativa que ha sacado a la compañía del mercado cotizado.

La exposición por divisa es de un 8.79% al Euro (excluida la liquidez) y del 91.21% a no-Euro, donde el dólar americano supone un 55.18% y el dólar canadiense un 16.68%.

Por regiones, las exposiciones más significativas son Estados Unidos (37.29%), Canadá (23.07%), Brasil (4.14%), y Australia (4.08%). Los sectores con más presencia en la cartera son materiales básicos (21.10%), comunicaciones (17.96%), energía (17.61%), y financieras (12.43%).

Azvalor Managers FI no es un fondo de fondos, es un fondo de Managers en el cual cada uno de los gestores compra y vende una serie de compañías para la cartera. La idea del fondo es contar con un número reducido de Managers, que a su vez invierten en un número limitado de compañías, de forma que evitemos una diversificación excesiva, y a 30 de Junio de 2020 el fondo contaba en total con 107 títulos en cartera.

Por último, nos parece importante recalcar que todos los Managers que forman parte del fondo invierten su patrimonio personal en las estrategias que gestionan y, además, los socios fundadores y gestores de Azvalor invierten a título personal en Azvalor Managers FI. El conjunto de empleados de Azvalor y sus familiares son el primer grupo inversor en el fondo. De esta forma, pensamos que todos los intereses están alineados con los inversores en el fondo.

b) Operativa de préstamo de valores.

N/A

c) Operativa en derivados y adquisición temporal de activos.

N/A

d) Otra información sobre inversiones.

La liquidez del fondo se ha remunerado a un tipo medio del -0,57% en el periodo.

No hay activos que se encuentren en circunstancias excepcionales (concurso, suspensión, litigio).

3. EVOLUCION DEL OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD.

El fondo cotiza con un potencial alcista relevante estimado por Azvalor. Este potencial de revalorización a largo plazo se obtiene como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes, en base a nuestros modelos internos de valoración, y los precios a los que cotiza cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.

4. RIESGO ASUMIDO POR EL FONDO.

Azvalor Managers FI invierte en renta variable de diferentes partes del mundo, por lo que conlleva el riesgo de mercado y de divisas propio de una inversión de este tipo.

El fondo trata de mitigar el riesgo a través de la inversión en compañías que estén cotizando a precios bajos respecto a la valoración justa estimada por los Managers, con el objetivo de contar con un margen de seguridad en sus inversiones. En nuestra opinión el riesgo es la posibilidad de una pérdida permanente de capital, y en este sentido los Managers buscan un conocimiento profundo sobre cada una de las compañías en cartera, tratando de evaluar los riesgos presentes de forma cualitativa y holística.

5. EJERCICIO DERECHOS POLITICOS.

El fondo no ha ejercido derechos políticos durante el semestre.

6. INFORMACION Y ADVERTENCIAS CNMV.

N/A

7. ENTIDADES BENEFICIARIAS DEL FONDO SOLIDARIO E IMPORTE CEDIDO A LAS MISMAS.

N/A

8. COSTES DERIVADOS DEL SERVICIO DE ANALISIS.

El fondo soporta gastos derivados del servicio de análisis en el primer semestre de 2020 asciende a 8.055,21 euros, prestado por varios proveedores, dicho servicio se refiere en todo caso a valores incluidos dentro del ámbito de inversión de las IIC bajo gestión y su contribución en el proceso de toma de decisiones de inversión es valorada muy positivamente por el Departamento de Inversiones de la sociedad gestora.

9. COMPARTIMENTOS DE PROPOSITO ESPECIAL (SIDE POCKETS).

N/A

10. PERSPECTIVAS DE MERCADO Y ACTUACION PREVISIBLE DEL FONDO.

El objetivo de inversión es obtener una revalorización significativa del capital, estando así destinado para inversores con un horizonte temporal de largo plazo, como mínimo de 7 años.

La filosofía de gestión del vehículo y de los Managers subyacentes conlleva que no tengamos ninguna visión macroeconómica, ya que entendemos que nadie ha conseguido predecirla consistentemente a lo largo del tiempo, por ello la gestión está realizada exclusivamente con criterio de análisis de empresas. Cabe resaltar que el vehículo no es adecuado para todo aquel inversor que considere que el análisis macroeconómico es relevante, o que tenga un horizonte temporal de inversión a corto o medio plazo.

Como sabrá, la estrategia de este fondo, y de Azvalor en general, está basada en invertir en negocios cotizando a precios bajos respecto a su valor. Este estilo de inversión no ha funcionado particularmente bien en los últimos diez años aproximadamente, cuando lo que tuvo mejor rendimiento fue aquello con precios más altos, llegando a un nivel especialmente extremo en los últimos dos años, con los segmentos más caros del mercado comportándose en bolsa mucho mejor que el resto, a pesar de que la evolución de sus fundamentales de beneficios o flujos de caja no han sido mejores que los de las compañías baratas, de forma agregada. Esto nos deja un mercado irracional en el que el segmento de lo más barato está en un nivel de atractivo que hemos visto muy pocas veces en los últimos setenta años. Cuando ha ocurrido esto en el pasado, las rentabilidades de este tipo de compañías han sido espectaculares en la década siguiente (fuente: Ken French).

La pregunta que se nos plantea ahora es si es esta vez diferente o si ha muerto el Value. La prestigiosa gestora americana AQR ha publicado un interesantísimo estudio, Is (Systematic) Value Investing Dead, en el que pone a prueba las hipótesis más oídas en el mercado en este sentido, que intentamos resumir a continuación:

HIPÓTESIS 1: El análisis habitual de divergencia de valoración de lo que está barato frente a lo que está caro es erróneo porque el ratio Precio sobre Valor en Libros (Price/Book) no es una medida adecuada, por el mayor nivel de activos intangibles en las compañías.

FALSA: Usando cualquier otra medida como Precio/Ventas, Precio/Beneficios (históricos), Precio/Beneficios (futuros), la

divergencia sigue siendo extrema y cercana a máximos históricos.

HIPÓTESIS 2: Vivimos en un nuevo mundo donde los ganadores se lo llevan todo (Winners takes it all), y si excluyes las MAGFANT (Microsoft, Amazon, Google, Facebook, Apple, Netflix, y Tesla), que pueden merecer múltiplos más altos, no existe tal divergencia de valoraciones.

FALSA: Si quitamos del análisis de valoración este tipo de compañías (la industria tecnológica, las compañías más grandes o mega-caps, o el 10% de las compañías más caras), la divergencia de valoraciones sigue siendo extrema. El estudio concluye que no es un fenómeno provocado por un nuevo mundo MAGFANT, sino que se produce de forma generalizada en el mercado.

HIPÓTESIS 3: Hay un sesgo sectorial en la divergencia, es decir, se produce exclusivamente por unos sectores que están muy caros frente a otros muy baratos.

FALSA: Si analizamos valoraciones intra-industria, haciendo un análisis neutral sectorialmente, la divergencia sigue siendo extrema. Es decir, dentro de cada sector también vemos esa divergencia de lo caro frente a lo barato.

HIPÓTESIS 4: La divergencia viene porque lo caro está muy caro, pero lo barato no está necesariamente muy barato.

FALSA: Ambos factores contribuyen a la divergencia de valoraciones, aunque con mayor impacto de lo barato. Es decir, viene principalmente por una depresión en los precios de lo barato, en mayor medida que por una euforia de lo caro (aunque esto también influye, estando más caro de lo habitual).

HIPÓTESIS 5: La divergencia de valoración está justificada porque las compañías baratas tienen peor calidad que antes respecto a las caras, es decir, están baratas por las razones correctas (Cheap for a Good Reason).

FALSA: Si miramos a los beneficios brutos (gross profitability) o el retorno sobre los activos (ROA), la diferencia entre las compañías baratas y caras está en línea con la mediana histórica, luego eso no explica el extremo de valoración. Si miramos a nivel de apalancamiento, las compañías baratas tienen de hecho menos apalancamiento que las caras en términos absolutos, y están en un nivel inferior a su mediana histórica.

HIPÓTESIS 6: Los tipos de interés bajos (y cayendo) explican el peor comportamiento de las compañías baratas.

FALSA: El estudio Value and Interest Rates ¿ Are rates to blame for values torments, de mayo de 2020, de Thomas Maloney (AQR Capital) y Tobias J. Moskowitz (Yale University) concluye que la rentabilidad del Value no se puede evaluar en base al entorno de tipos de interés, ya que la relevancia económica de la relación es pequeña y no robusta.

Por tanto, seguimos sin encontrar una razón que justifique el extremo de valoración que nos ofrece el mercado; en nuestra opinión la irracionalidad del mercado no puede durar para siempre, y antes o después los fundamentales importarán. De hecho, cuanto más dure y más se amplíe esa divergencia, más cerca estaremos de que revierta. Tras un primer trimestre de 2020 que ha sido el peor para el Value de toda la historia (desde 1926 que se tienen datos), nos encontramos en nuestra opinión ante una clara oportunidad de inversión a largo plazo. Desde los mínimos de mediados de marzo, el fondo Azvalor Managers ha subido de forma sustancial, pero aún está significativamente por debajo desde su lanzamiento. Creemos que para los inversores que puedan soportar esta volatilidad a corto y medio plazo, la recompensa a largo plazo será sustancial, como ha ocurrido siempre a lo largo de la historia cuando se invierte en las compañías correctas a estos niveles de valoración. Por dar dos datos simples pero ilustrativos, el fondo está ahora en un ratio de Precio/beneficio de 7.26 veces y Precio/Valor en Libros de 0.59 veces, con datos Morningstar a 30 junio de 2020.

Los cuatro Managers del fondo han vivido en el pasado situaciones de estrés en el mercado similares a lo acontecido en este semestre, y siguen centrando su proceso en seleccionar una a una cada compañía a través de un profundo análisis fundamental. La rotación de cartera ha sido muy limitada en los últimos meses, mostrando la convicción de los Managers en las compañías invertidas, y demostrando un temperamento por su parte fuera de lo común. No obstante, sí han aprovechado circunstancias puntuales para invertir en algún nombre nuevo cuyo precio había caído a niveles irracionales, y enormemente atractivos a largo plazo.

10. Detalle de inversiones financieras

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
GB0004065016 - Acciones HAMMERSON	GBP	84	0,65	320	1,51
GB0004082847 - Acciones STANDARD CHARTERED	GBP	198	1,53	404	1,91
MHY0207T1001 - Acciones ARDMORE SHIPPING CORP	USD	49	0,38	119	0,56
US0537741052 - Acciones AVIS BUDGET GROUP	USD	71	0,55	0	0,00
US5764852050 - Acciones MATADOR RESOURCES	USD	53	0,41	147	0,69
PA1436583006 - Acciones CARNIVAL CORP	USD	73	0,57	0	0,00

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
US4198791018 - Acciones HAWAIIAN HOLDINGS INC	USD	22	0,17	0	0,00
US75281A1097 - Acciones RANGE RESOURCES	USD	194	1,51	155	0,73
US3546131018 - Acciones FRANKLIN RESOURCES INC	USD	0	0,00	230	1,09
CA3359341052 - Acciones FIRST QUANTUM MINERALS LTD	CAD	40	0,31	113	0,54
US84265V1052 - Acciones SOUTHERN COPPER CORP	USD	83	0,64	116	0,55
FR0000060618 - Acciones RALLYE SA	EUR	0	0,00	132	0,62
CA2506691088 - Acciones DETOUR GOLD CORPS	CAD	0	0,00	145	0,69
NL0010773842 - Acciones NN GROUP NV	EUR	180	1,40	315	1,49
CA13321L1085 - Acciones CAMECO CORP	USD	186	1,44	232	1,09
US25278X1090 - Acciones DIAMONDBACK ENERGY INC	USD	48	0,38	96	0,45
CA9170171057 - Acciones URANIUM PARTICIPATION CORP	CAD	147	1,14	200	0,94
US25271C1027 - Acciones DIAMOND OFFSHORE DRILLING INC	USD	3	0,03	120	0,57
CA67077M1086 - Acciones NUTRIEN LTD	USD	318	2,47	577	2,72
MHY410531021 - Acciones INTERNATIONAL SEAWAYS INC	USD	77	0,60	305	1,44
CA00765F1018 - Acciones ADVANTAGE OIL & GAS LTD	USD	93	0,73	157	0,74
CA00900Q1037 - Acciones AIMIA INC	CAD	896	6,95	1.022	4,82
CA03074G1090 - Acciones AMERIGO RESOURCES LTD	CAD	21	0,17	47	0,22
CA15101Q1081 - Acciones CELESTICA INC	USD	52	0,41	63	0,30
CA21750U1012 - Acciones COPPER MOUNTAIN MINING CORP	CAD	22	0,17	35	0,16
CA56089A1030 - Acciones MAKO MINING CORP	CAD	40	0,31	26	0,12
CA56580Q1028 - Acciones MARATHON GOLD CORP	CAD	49	0,38	57	0,27
CA62426E4022 - Acciones MOUNTAIN PROVINCE DIAMONDS INC	CAD	5	0,04	27	0,13
CA89621C1059 - Acciones TRILOGY METALS INC	CAD	73	0,56	124	0,58
CA2960061091 - Acciones ERO COPPER CORP INC	CAD	91	0,71	148	0,70
CA4509131088 - Acciones IAMGOLD CORP	USD	5	0,04	226	1,07
CA779892029 - Acciones ROXGOLD INC	CAD	26	0,20	32	0,15
CA8725771015 - Acciones TMAC RESOURCES INC	CAD	0	0,00	8	0,04
GB00BVG7F061 - Acciones INTERNATIONAL GAME TECHNOLOGY	USD	396	3,07	494	2,33
KYG3040R1589 - Acciones ENDEAVOUR MINING CORP	CAD	44	0,34	171	0,81
MX01AZ060013 - Acciones TV AZTECA SAB DE CV	MXN	13	0,10	48	0,23
NL0000687663 - Acciones AERCAP HOLDINGS NV	USD	144	1,11	189	0,89
US00165C1045 - Acciones AMC ENTERTAINMENT HOLDINGS INC	USD	325	2,52	420	1,98
US03755L1044 - Acciones APERGY CORP	USD	0	0,00	289	1,36
US05367G1004 - Acciones AVIANCA HOLDINGS SA	USD	4	0,03	79	0,37
US08579X1019 - Acciones BERRY PETROLEUM CORP	USD	33	0,25	83	0,39
US15136A1025 - Acciones CENTENNIAL RESOURCE DEVELOPMEN	USD	5	0,04	34	0,16
US26885G1094 - Acciones ERA GROUP INC	USD	0	0,00	43	0,20
US34407D1090 - Acciones FLY LEASING LTD	USD	107	0,83	257	1,21
US48268K1016 - Acciones KT CORP	USD	0	0,00	259	1,22
US61945C1036 - Acciones MOSAIC CO/THE	USD	63	0,49	223	1,05
US69327R1014 - Acciones PDC ENERGY INC	USD	53	0,41	106	0,50
US74737V1061 - Acciones PYXUS INTERNATIONAL INC	USD	0	0,00	26	0,12
US84790A1051 - Acciones SPECTRUM BRANDS HOLDINGS INC	USD	217	1,69	525	2,48
US87724P1066 - Acciones TAYLOR MORRISON HOME CORP	USD	113	0,88	158	0,75
US88642R1095 - Acciones TIDEWATER INC	USD	126	0,98	358	1,69
US1252691001 - Acciones CF INDUSTRIES HOLDINGS INC	USD	83	0,65	185	0,87
US4041391073 - Acciones HC2 HOLDINGS INC	USD	0	0,00	97	0,46
US7018771029 - Acciones PARSLEY ENERGY INC	USD	98	0,76	189	0,89
US7194051022 - Acciones PHOTRONICS INC	USD	70	0,55	157	0,74
US7615256093 - Acciones REVOLON INC	USD	273	2,12	802	3,79
US8010561020 - Acciones SANMINA CORP	USD	16	0,12	73	0,35
US63253R2013 - Acciones NAC KAZATOMPROM JSC	USD	180	1,40	179	0,84
US55305B1017 - Acciones M/I HOMES INC	USD	184	1,43	133	0,63
US0091191082 - Acciones AIR FRANCE-KLM	USD	45	0,35	163	0,77
AU000000VRL0 - Acciones VILLAGE ROADSHOW LTD	AUD	525	4,08	309	1,46
JP3359000001 - Acciones CMIC HOLDINGS CO LTD	JPY	73	0,57	129	0,61
US47233W1099 - Acciones JEFFERIES FINANCIAL GROUP INC	USD	227	1,76	406	1,92
US38500T1016 - Acciones GRAN TIERRA ENERGY INC	CAD	0	0,00	262	1,23
US87936R1068 - Acciones TELESP	USD	193	1,50	345	1,63
NO0010234552 - Acciones AKER ASA	NOK	210	1,63	327	1,54
JP3729000004 - Acciones SHINSEI BANK LTD	JPY	199	1,54	367	1,73
KYG407691040 - Acciones GAPACK	HKD	378	2,94	102	0,48
BMG219901094 - Acciones IHEARTMEDIA INC	HKD	0	0,00	517	2,44
GRS343313003 - Acciones INTRALOT SA-INTEGRATED LOTTERY	EUR	0	0,00	122	0,58
US9011091082 - Acciones TUTOR PERINI CORP	USD	132	1,02	97	0,46
CA5609091031 - Acciones MAJOR DRILLING GROUP INTERNATI	CAD	210	1,63	392	1,85
CA29269R1055 - Acciones ENERFLEX LTD	CAD	128	0,99	295	1,39
CA2849025093 - Acciones ELDORADO GOLD CORP	USD	73	0,57	158	0,75
US76117W1099 - Acciones RESOLUTE FOREST PRODUCTS INC	USD	89	0,69	254	1,20
BRBRPRACNOR9 - Acciones BR PROPERTIES SA	BRL	142	1,10	434	2,05
PHY000271056 - Acciones ABS-CBN HOLDINGS CORP	PHP	272	2,11	271	1,28
COG31PA00010 - Acciones ALMACENES ÉXITO SA	COP	131	1,01	201	0,95
CA46579R1047 - Acciones IVANHOE MINES LTD	CAD	74	0,58	112	0,53
US21872L1044 - Acciones COREPOINT LODGING INC	USD	81	0,63	206	0,97

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Periodo actual		Periodo anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
MHY110822068 - Acciones CAPITAL PRODUCT PARTNERS LP	USD	76	0,59	126	0,59
MHY206761055 - Acciones DIAMOND S SHIPPING INC	USD	55	0,43	87	0,41
DK0061135753 - Acciones DRILLING CO OF 1972 A/S/THE	DKK	34	0,26	136	0,64
GB00BJVJZD68 - Acciones ENSCO ROWAN PLC	USD	0	0,00	53	0,25
CA57776F4050 - Acciones MAVERIX METALS INC	CAD	30	0,23	45	0,21
US0256762065 - Acciones AMERICAN EQUITY INVESTMENT LIF	USD	84	0,65	133	0,63
CA49741E1007 - Acciones KIRKLAND LAKE GOLD LTD	CAD	103	0,80	0	0,00
CA38119T8077 - Acciones GOLDEN STAR RESOURCES L	USD	65	0,50	126	0,59
CA04341Y1051 - Acciones ASANKO GOLD INC	USD	0	0,00	147	0,69
NL0012059018 - Acciones EXOR NV	EUR	162	1,25	0	0,00
US0977934001 - Acciones BONANZA CREEK ENERGY INC	USD	95	0,74	441	2,08
US0491642056 - Acciones ATLAS AIR WORLDWIDE HOLDINGS	USD	195	1,52	138	0,65
US22052L1044 - Acciones CORTEVA INC	USD	78	0,61	132	0,62
US92531L2079 - Acciones VERSO CORP	USD	73	0,56	28	0,13
US6752321025 - Acciones OCEANEERING INTERNATIONAL INC	USD	66	0,51	201	0,95
CA4436281022 - Acciones HUDBAY MINERALS INC	CAD	55	0,43	99	0,47
US07556Q8814 - Acciones BEAZER HOMES USA INC	USD	166	1,29	204	0,96
HK0083000502 - Acciones SINO LAND CO LTD	HKD	233	1,81	171	0,81
US5168061068 - Acciones LAREDO PETROLEUM INC	USD	0	0,00	79	0,37
BMG359472021 - Acciones FLEX LNG LTD	USD	54	0,42	3	0,02
US69047Q1022 - Acciones OVINTIV INC	CAD	13	0,10	0	0,00
US12477X1063 - Acciones CAI INTERNATIONAL INC	USD	47	0,37	0	0,00
US0285911055 - Acciones AMERICAN NATIONAL INSURANCE CO	USD	38	0,30	0	0,00
CA36352H1001 - Acciones GALIANO GOLD INC	USD	155	1,20	0	0,00
US2575592033 - Acciones DOMTAR CORPC	USD	77	0,60	0	0,00
US03674X1063 - Acciones ANTERO RESOURCES CORP	USD	42	0,32	0	0,00
US5168062058 - Acciones LAREDO PETROLEUM INC	USD	21	0,16	0	0,00
US15872M1045 - Acciones CHAMPIONX CORP	USD	64	0,50	0	0,00
US11040G1031 - Acciones BRISTOW GROUP INC	USD	19	0,15	0	0,00
CA1724541000 - Acciones CINEPLEX INC	CAD	90	0,70	0	0,00
IT0005239360 - Acciones UNICREDITO ITALIANO (MILAN)	EUR	158	1,22	305	1,44
US26884L1098 - Acciones EQT CORPORATION	USD	140	1,09	0	0,00
US38059T1060 - Acciones GOLD FIELDS LTD	USD	131	1,01	104	0,49
AN8068571086 - Acciones SCHLUMBERGER LIMITED	USD	65	0,50	0	0,00
CA0679011084 - Acciones BARRICK GOLD CORPORATION	USD	164	1,27	143	0,68
US20605P1012 - Acciones CONCHO RESOURCES INC	USD	38	0,29	82	0,39
CH0048265513 - Acciones TRANSOCEAN LTD	USD	32	0,25	156	0,73
CA2925051047 - Acciones ENCANA CORP	CAD	0	0,00	40	0,19
US0374111054 - Acciones APACHE CORP	USD	37	0,29	0	0,00
YGG0457F1071 - Acciones ARCOS DORADOS	USD	199	1,54	421	1,99
US6370711011 - Acciones NATIONAL OILWELL	USD	43	0,33	0	0,00
US7237871071 - Acciones PIONEER NATURAL	USD	126	0,98	234	1,10
TOTAL RV COTIZADA		12.253	95,08	20.575	97,10
TOTAL RENTA VARIABLE		12.253	95,08	20.575	97,10
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIOR		12.253	95,08	20.575	97,10
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		12.253	95,08	20.575	97,10

Notas: El período se refiere al final del trimestre o semestre, según sea el caso.

Los productos estructurados suponen un 0,00% de la cartera de inversiones financieras del fondo o compartimento.

11. Información sobre la política de remuneración

No aplicable

12. Información sobre las operaciones de financiación de valores, reutilización de las garantías y swaps de rendimiento total (Reglamento UE 2015/2365)

No aplicable.