

# LA MUZA INVERSIONES, S.I.C.A.V., S.A.

Nº Registro CNMV: 00425

Gestora: MUZA GESTION DE ACTIVOS, S.G.I.I.C., S.A.

Depositario: BANCO DE SABADELL, S.A.

Grupo Gestora: No Disponible

Grupo Depositario: BANCO DE SABADELL, S.A.

Auditor: PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDITORES, S.L.

Rating del depositario: BBB (Standard & Poor's)

El presente informe, junto con los últimos informes periódicos, se encuentran disponibles por medios telemáticos en [www.muzagestion.com](http://www.muzagestion.com).

La Sociedad de Inversión o, en su caso, la Entidad Gestora atenderá las consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas en:

Dirección: Calle Castelló, 128 9 - 28006 Madrid. Teléfono: 911634812

Correo electrónico: [info@muzagestion.com](mailto:info@muzagestion.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](mailto:inversores@cnmv.es)).

## INFORMACIÓN DE LA SICAV

Fecha de registro: 05/03/1999

### 1. Política de inversión y divisa de denominación

#### Categoría

Vocación Inversora: Global. Perfil de Riesgo: 6, en una escala del 1 al 7.

La sociedad cotiza en el Mercado Alternativo Bursátil.

#### Descripción general

La SICAV podrá invertir hasta el 10% de su patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora. Se podrá invertir, de manera directa o indirecta a través de IIC, en activos de renta variable, renta fija u otros activos permitidos por la normativa vigente, sin predeterminación en cuanto a los porcentajes de exposición en cada clase de activo, pudiendo estar la totalidad de su exposición en cualquiera de ellos. Dentro de la renta fija se incluyen depósitos e instrumentos del mercado monetario no cotizados, que sean líquidos. No existe objetivo predeterminado ni límites máximos en lo que se refiere a la distribución de activos por tipo de emisor (público o privado), ni por rating de emisión/emisor, ni duración, ni por capitalización bursátil, ni por divisa, ni por sector económico, ni por países. Se podrá invertir en países emergentes. La exposición al riesgo de divisa puede alcanzar el 100% de la exposición total. Podrán incluso tomarse posiciones cortas para aprovechar una eventual tendencia bajista en algún mercado. La SICAV no tiene ningún índice de referencia en su gestión. El grado máximo de exposición al riesgo de mercado a través de derivados es el importe del patrimonio neto.

#### Operativa en instrumentos derivados

La IIC ha realizado operaciones en instrumentos derivados con la finalidad de inversión para gestionar de un modo más eficaz la cartera. La metodología aplicada para calcular la exposición total al riesgo de mercado es el método de 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

#### 2.1 Datos generales

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco.

	Período actual	Período anterior
Nº de acciones en circulación	4.611.093,00	4.494.484,00
Nº de accionistas	335	321
Dividendos brutos distribuidos por acción (EUR)		

	Patrimonio fin de período (miles de EUR)	Valor liquidativo		
		Fin del período	Mínimo	Máximo
Período del informe	163.370	35,4297	29,9636	35,4612
2018	135.389	29,9641	29,3417	38,7805
2017	152.077	36,3821	30,4900	36,6280
2016	115.797	30,4904	20,6008	30,4908

Comisión de gestión						Base de cálculo	Sistema de imputación
% efectivamente cobrado							
Período			Acumulada				
s/patrimonio	s/resultados	Total	s/patrimonio	s/resultados	Total		
0,50	0,00	0,50	1,00	0,00	1,00	Patrimonio	

Comisión de depositario			Base de cálculo
% efectivamente cobrado			
Período	Acumulada		
0,03	0,06		Patrimonio

	Período actual	Período anterior	Año actual	Año t-1
Índice de rotación de la cartera	0,26	0,33	0,58	0,67
Rentabilidad media de la liquidez (% anualizado)	-0,01	-0,05	-0,03	0,30

## 2.2 Comportamiento de la sociedad

Cuando no exista información disponible las correspondientes celdas aparecerán en blanco.

### Rentabilidad (% sin anualizar)

Acumulado año t actual	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
18,24	7,82	-1,57	-1,72	13,37	-17,64	19,32		

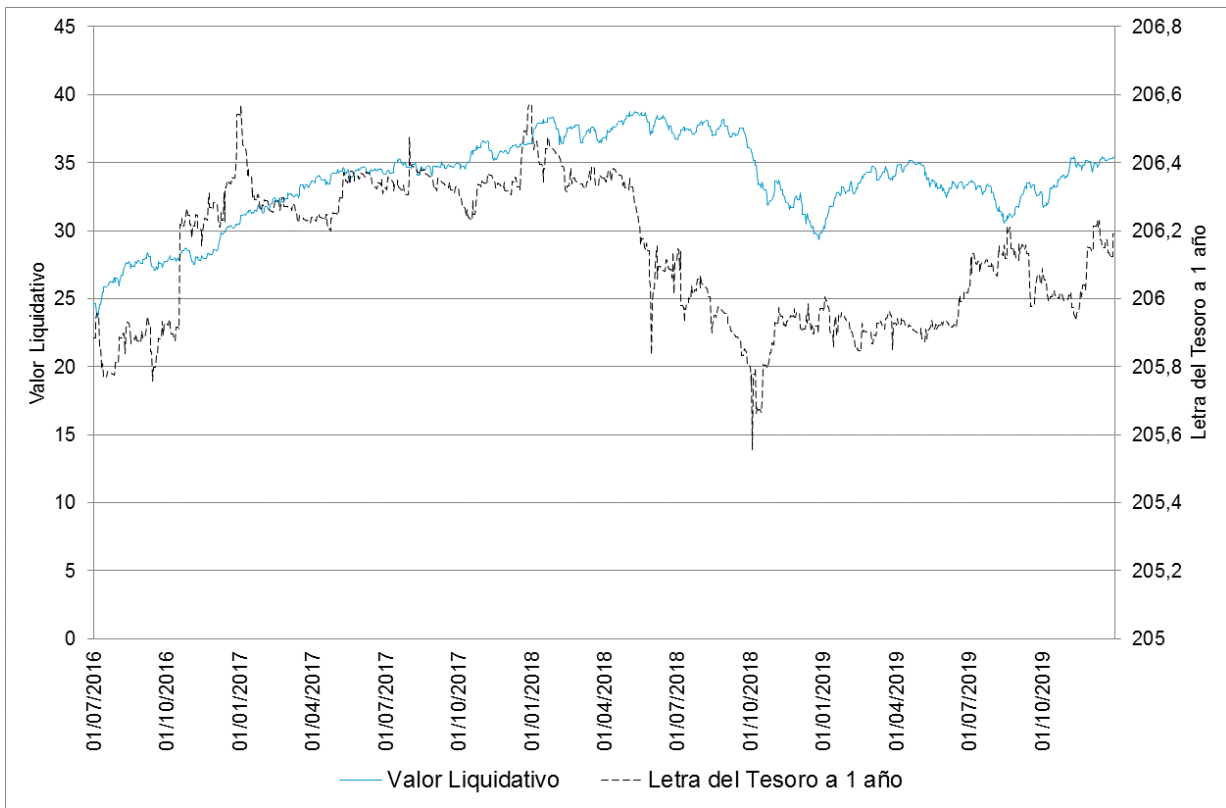
### Ratio de gastos (% s/patrimonio medio)

Acumulado año t actual	Trimestral				Anual			
	Último trim (0)	Trim-1	Trim-2	Trim-3	Año t-1	Año t-2	Año t-3	Año t-5
1,40	0,37	0,38	0,28	0,30	1,18	0,97	0,51	0,43

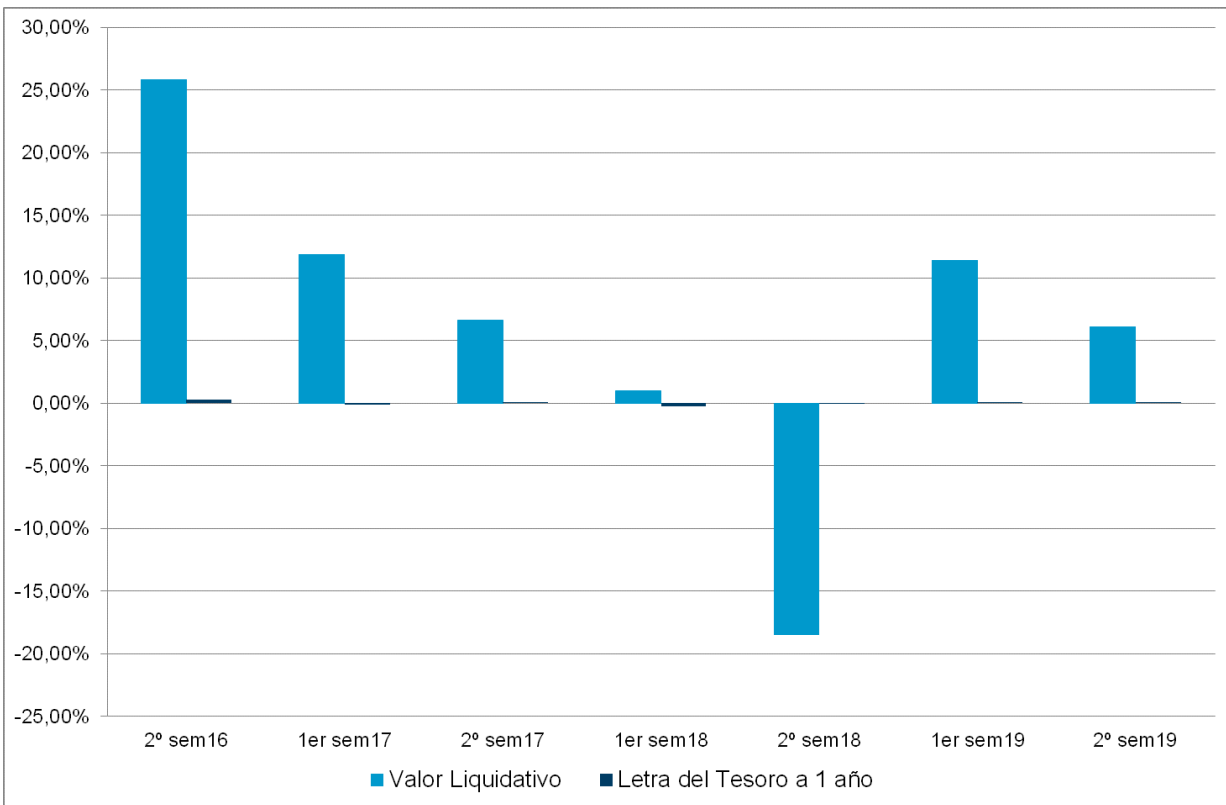
Incluye todos los gastos directos soportados en el período de referencia: comisión de gestión sobre patrimonio, comisión de depositario, auditoría, servicios bancarios (salvo gastos de financiación) y resto de gastos de gestión corriente, en términos de porcentaje sobre patrimonio medio del período. En el caso de fondos/compartimentos que invierten más de un 10% de su patrimonio en otras IIC se incluyen también los gastos soportados indirectamente, derivados de esas inversiones que incluyen las comisiones de suscripción y de reembolso. Este ratio no incluye la

comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción por la compraventa de valores.

Evolución valor liquidativo últimos 5 años



Rentabilidad semestral de los últimos 5 años



El 11/01/2016 se modificó la política de inversión, por ello solo se muestra la evolución del valor liquidativo de la rentabilidad a partir de ese momento.

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

	Fin período actual		Fin período anterior	
	Importe	% sobre patrimonio	Importe	% sobre patrimonio
(+) INVERSIONES FINANCIERAS	158.634	97,10	144.474	96,28
* Cartera interior	80.166	49,07	68.475	45,63
* Cartera exterior	78.468	48,03	75.998	50,65
* Intereses de la cartera de inversión	0	0,00	1	0,00
* Inversiones dudosas, morosas o en litigio	0	0,00	0	0,00
(+) LIQUIDEZ (TESORERÍA)	3.848	2,36	4.466	2,98
(±) RESTO	888	0,54	1.116	0,74
TOTAL PATRIMONIO	163.370	100	150.056	100

## 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)	150.056	135.389	135.389	
± Compra/venta de acciones (neto)	2,42	-0,55	1,90	-552,58
- Dividendos a cuenta brutos distribuidos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Rendimientos netos	6,28	10,30	16,54	-37,99
(+) Rendimientos de gestión	7,04	10,99	17,99	-34,75
+ Intereses	0,01	0,00	0,02	158,38
+ Dividendos	0,40	1,78	2,17	-77,12
± Resultados en renta fija (realizadas o no)	0,00	0,01	0,00	-182,72
± Resultados en renta variable (realizadas o no)	6,57	9,16	15,71	-26,99
± Resultados en depósitos (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	0,00
± Resultados en derivados (realizadas o no)	0,00	0,00	0,00	262,02
± Resultados en IIC (realizadas o no)	0,03	0,00	0,03	0,00
± Otros Resultados	0,03	0,00	0,02	-929,15
± Otros rendimientos	0,01	0,03	0,04	-69,46
(-) Gastos repercutidos	-0,77	-0,69	-1,45	13,95
- Comisión de sociedad gestora	-0,50	-0,50	-1,00	3,50
- Comisión de depositario	-0,03	-0,03	-0,06	3,50
- Gastos por servicios exteriores	-0,21	-0,10	-0,31	115,21
- Otros gastos de gestión corriente	0,00	-0,03	-0,03	-93,28
- Otros gastos repercutidos	-0,02	-0,03	-0,05	-37,99
(+) Ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones de descuento a favor de la IIC	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Comisiones retrocedidas	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Otros ingresos	0,00	0,00	0,00	0,00
± Revalorización inmuebles uso propio y resultados por enajenación inmovilizado	0,00	0,00	0,00	0,00
PATRIMONIO FIN PERIODO ACTUAL (miles de EUR)	163.370	150.056	163.370	

### 3. Inversiones financieras

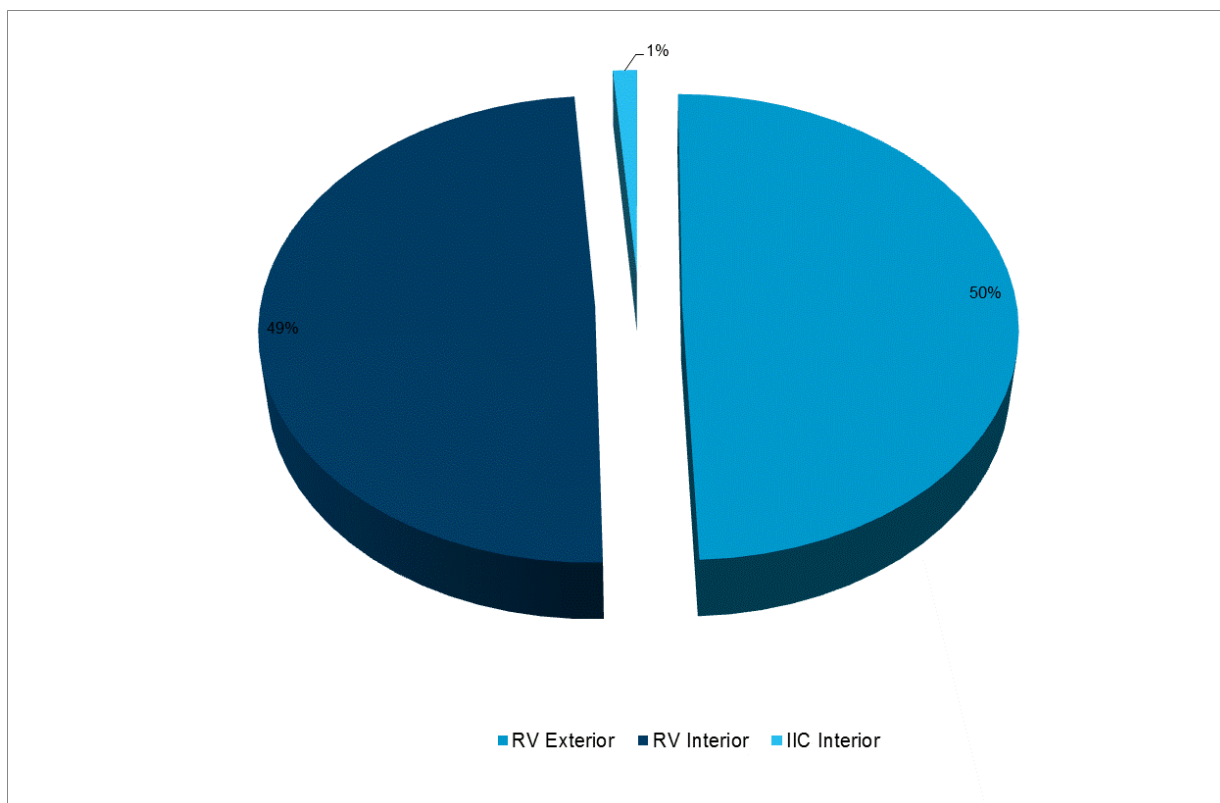
3.1 Inversiones financieras a valor estimado de realización (en miles de EUR) y en porcentaje sobre el patrimonio, al cierre del período

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
AC.ARCELORMITTAL (SM)	EUR	1.593	0,98	0	0,00
AC.AZKOYEN	EUR	2.967	1,82	3.082	2,05
AC.CIE AUTOMOTIVE SA	EUR	969	0,59	636	0,42
AC.DURO FELGUERA	EUR	0	0,00	1.666	1,11
AC.ENCE ENERGIA Y CELULOSA	EUR	2.569	1,57	2.380	1,59
AC.GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA SA	EUR	1.285	0,79	0	0,00
AC.GESTAMP AUTOMOCION SA	EUR	6.000	3,67	6.766	4,51
AC.GLOBAL DOMINION ACCESS SA	EUR	10.868	6,65	9.134	6,09
AC.IBERPAPEL GESTION, S.A.	EUR	2.115	1,29	2.305	1,54
AC.INDRA SISTEMAS SA	EUR	5.903	3,61	5.155	3,44
AC.INMOBILIARIA DEL SUR	EUR	3.358	2,06	3.080	2,05
AC.LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI SA	EUR	7.320	4,48	6.762	4,51
AC.LIBERBANK SA	EUR	2.680	1,64	1.517	1,01
AC.LINGOTES ESPECIALES, S.A.	EUR	537	0,33	586	0,39
AC.MASMOVIL IBERCOM SA	EUR	1.688	1,03	0	0,00
AC.MEDIASET ESPAÑA COMUNICACION	EUR	905	0,55	1.023	0,68
AC.OBRASCON HUARTE	EUR	1.563	0,96	1.658	1,11
AC.PHARMA MAR SA	EUR	2.000	1,22	0	0,00
AC.REPSOL SA	EUR	4.137	2,53	4.313	2,87
AC.SACYR SA	EUR	8.266	5,06	6.609	4,40
AC.SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE	EUR	0	0,00	503	0,34
AC.STUDENT PROPERTIES SPAIN SOCIMI SA	EUR	640	0,39	603	0,40
AC.TECNICAS REUNIDAS	EUR	2.975	1,82	2.820	1,88
AC.TELEFONICA SA	EUR	3.736	2,29	4.332	2,89
AC.UNICAJA BANCO SA	EUR	2.081	1,27	1.334	0,89
AC.VOCENTO	EUR	1.046	0,64	1.080	0,72
DERECHOS REPSOL SA AMP DIC.19	EUR	125	0,08	0	0,00
DERECHOS REPSOL SA AMP JUN.19	EUR	0	0,00	152	0,10
DERECHOS SACYR AMP JUN.19	EUR	0	0,00	163	0,11
<b>TOTAL RV COTIZADA</b>		<b>77.335</b>	<b>47,32</b>	<b>67.669</b>	<b>45,10</b>
AC.ALLIANZ CIA SEG	EUR	51	0,03	69	0,05
AC.HUBR MALAGA SA	EUR	340	0,21	340	0,23
AC.HUBR SEVILLA SA	EUR	395	0,24	395	0,26
<b>TOTAL RV NO COTIZADA</b>		<b>787</b>	<b>0,48</b>	<b>805</b>	<b>0,54</b>
<b>TOTAL RENTA VARIABLE</b>		<b>78.123</b>	<b>47,82</b>	<b>68.475</b>	<b>45,63</b>
PART.MUZA FI	EUR	2.042	1,25	0	0,00
<b>TOTAL IIC</b>		<b>2.042</b>	<b>1,25</b>	<b>0</b>	<b>0,00</b>
<b>TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS INTERIORES</b>		<b>80.165</b>	<b>49,07</b>	<b>68.475</b>	<b>45,63</b>
LT.MEXICO T-BILL CUPON 0 VT.05/9/19(MXN)	MXN	0	0,00	327	0,22
Total Deuda Pública Cotizada menos de 1 año		0	0,00	327	0,22
<b>TOTAL RENTA FIJA COTIZADA EXT</b>		<b>0</b>	<b>0,00</b>	<b>327</b>	<b>0,22</b>

Descripción de la inversión y emisor	Divisa	Período actual		Período anterior	
		Valor de mercado	%	Valor de mercado	%
TOTAL RENTA FIJA EXT		0	0,00	327	0,22
AC.ADECCO GROUP AG-REG (CHF)	CHF	0	0,00	2.696	1,80
AC.ANTOFAGASTA PLC (GBP)	GBP	2.977	1,82	2.857	1,90
AC.AP MOELLER-MAERSK A/S A (DKK)	DKK	362	0,22	2.097	1,40
AC.APERAM (NA)	EUR	2.280	1,40	1.986	1,32
AC.ARYZTA AG (CHF)	CHF	0	0,00	332	0,22
AC.ATALAYA MINING PLC (GBP)	GBP	3.061	1,87	2.359	1,57
AC.BEFESA	EUR	3.420	2,09	2.100	1,40
AC.COVESTRO AG	EUR	1.492	0,91	1.609	1,07
AC.DAIMLER AG	EUR	2.172	1,33	2.152	1,43
AC.DANIELI & CO-RSP	EUR	2.727	1,67	1.659	1,11
AC.DUFREY AG - REG (CHF)	CHF	3.096	1,90	2.607	1,74
AC.FRAMADA INVESTIMENTOS SGPS	EUR	120	0,07	185	0,12
AC.FAIRFAX FINANCIAL HLDGS LTD (USD)	USD	2.300	1,41	2.369	1,58
AC.FAIRFAX INDIA HO-SUB VTG SHS (USD)	USD	2.282	1,40	2.234	1,49
AC.FRESENIUS SE & CO KGAA	EUR	0	0,00	476	0,32
AC.FUJITEC CO LTD (JPY)	JPY	0	0,00	2.182	1,45
AC.GEOX SPA	EUR	287	0,18	310	0,21
AC.GRUPO HOTELERO SANTA FE SAB (MXN)	MXN	1.786	1,09	1.556	1,04
AC.INTERNATIONAL PETROLEUM CORP (SEK)	SEK	5.359	3,28	4.485	2,99
AC.KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER	EUR	3.546	2,17	3.158	2,11
AC.MAIRE TECNIMONT SPA	EUR	2.474	1,51	2.848	1,90
AC.MOTA ENGIL SGPS SA	EUR	1.009	0,62	1.028	0,69
AC.NAVIGATOR CO SA/THE	EUR	1.794	1,10	671	0,45
AC.OI SA ADR (USD)	USD	159	0,10	339	0,23
AC.PIAGGIO & C. S.P.A	EUR	1.920	1,18	2.788	1,86
AC.QUALITAS CONTROLADORA SAB DE CV (MXN)	MXN	16.164	9,89	12.131	8,08
AC.RENAULT (FP)	EUR	1.476	0,90	1.935	1,29
AC.ROSENBAUER INTERNATIONAL AG	EUR	804	0,49	850	0,57
AC.SAIPEM SPA	EUR	653	0,40	656	0,44
AC.SALINI IMPREGILO SPA	EUR	1.452	0,89	1.604	1,07
AC.SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIM	EUR	929	0,57	0	0,00
AC.SERCO GROUP PLC (GBP)	GBP	3.059	1,87	2.575	1,72
AC.SONAE	EUR	507	0,31	1.231	0,82
AC.SUBARU CORP (JPY)	JPY	2.005	1,23	1.923	1,28
AC.TCM GROUP A/S (DKK)	DKK	2.375	1,45	2.274	1,52
AC.THOR INDUSTRIES INC (USD)	USD	1.589	0,97	1.233	0,82
AC.TUI AG-DI (GBP)	GBP	2.816	1,72	2.158	1,44
TOTAL RV COTIZADA EXT		78.468	48,01	75.670	50,45
TOTAL RENTA VARIABLE EXT		78.468	48,03	75.670	50,43
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS EXTERIORES		78.468	48,03	75.997	50,65
TOTAL INVERSIONES FINANCIERAS		158.633	97,10	144.472	96,28

### 3.2 Distribución de las inversiones financieras, al cierre del período

Distribución inversiones financieras por tipo de activo



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

	Instrumento	Importe nominal compromet.	Objetivo de la inversión
TOTAL DERECHOS		0	
PART.MUZA FI	C/ PART.MUZA FI	2.042	Inversión
Total subyacente renta variable		2.042	
TOTAL OBLIGACIONES		2.042	

### 4. Hechos relevantes

	Si	No
a. Suspensión temporal de la negociación de acciones		X
b. Reanudación de la negociación de acciones		X
c. Reducción significativa de capital en circulación		X
d. Endeudamiento superior al 5% del patrimonio		X
e. Cambio de elementos esenciales del folleto informativo		X
f. Imposibilidad de poner más acciones en circulación		X
g. Otros hechos relevantes		X

### 5. Anexo explicativo de hechos relevantes

No aplicable

6. Operaciones vinculadas y otras informaciones	Si	No
a. Accionistas significativos en el capital de la Sociedad (porcentaje superior al 20%)	X	
b. Modificaciones de escasa relevancia en los Estatutos Sociales		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
e. Se han adquirido valores o instrumentos financieros emitidos o avalados por alguna entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión 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 entidad del grupo de la gestora, sociedad de inversión, 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

Existe un accionista con un saldo de 32.823.042,61 euros que representa un 20,10% sobre el total de la Sociedad. La Sociedad ha realizado operaciones de adquisición de valores o instrumentos financieros cuya contrapartida ha sido otra IIC gestionada por la misma sociedad gestora u otra sociedad gestora del grupo de Muza Gestión, SGIIC, S.A. por importe de 2.000.000 euros, equivalentes a un 1,3% del patrimonio medio del Fondo.

## 8. Información y advertencias a instancia de la CNMV

No aplicable

## 9. Anexo explicativo del informe periódico

El patrimonio sube desde 150.056.303,84 euros hasta 163.369.700,99 euros, es decir un 8,87%. El número de accionistas sube desde 321 unidades hasta 335 unidades. La rentabilidad en el semestre ha sido de un 6,12% acumulado. La referida rentabilidad obtenida es neta de unos gastos que han supuesto una carga del 0,75% sobre el patrimonio medio. Las IIC aplican metodología de compromiso y no se ha realizado operativa con instrumentos derivados no considerada a efectos del cumplimiento del límite según el cual la exposición total al riesgo de mercado asociada a derivados no superará el patrimonio neto de la IIC. Durante el periodo se ha realizado operativa en derivados con la finalidad de inversión, con un apalancamiento medio de 0,11%. La Sociedad ha soportado durante el ejercicio 2019 gastos derivados de los servicios de análisis financiero sobre inversiones. Los servicios de análisis constituyen pensamiento original y proponen conclusiones significativas, que no son evidentes o de dominio público, derivadas del análisis o tratamiento de datos, que pueden contribuir a mejorar la toma de decisiones de inversión para la Sociedad. Esta Sociedad Gestora elabora un presupuesto anual de gastos de análisis con la correspondiente asignación de los costes a soportar por cada IIC. La periodificación e imputación en el valor liquidativo de cada IIC de los gastos asignados se realiza diariamente. Los gastos de análisis soportados por la Sociedad en el ejercicio 2019 han ascendido a 75.000,85 euros, equivalentes a un 0,05% del patrimonio medio de la Sociedad durante el ejercicio. El ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a los valores que integren las carteras de las IIC se hará, en todo caso, en interés exclusivo de los socios y partícipes de las IIC gestionadas. El Consejo de Administración de la Sociedad Gestora ha establecido (tanto para cumplir con la normativa legal vigente como para actuar en interés de los socios y partícipes de las IIC gestionadas) que siempre se ejercerán los derechos de asistencia y voto en las Juntas Generales de Accionistas si se da cualquiera de los siguientes supuestos: i) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, siempre que la participación de las IIC y resto de carteras institucionales gestionadas por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora tuviera una antigüedad superior a DOCE (12) meses y dicha participación represente, al menos, el UNO POR CIENTO (1%) del capital de la sociedad emisora. ii) Cuando el ejercicio del derecho de asistencia comporte el pago de una prima. iii) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, la participación de la IIC gestionada por la Sociedad Gestora en dicha sociedad emisora represente, al menos, el CINCO POR CIENTO (5%) del capital de la sociedad emisora y el orden del día de la Junta General de Accionistas contemple puntos sensibles a juicio de la Sociedad Gestora, para la evolución del precio de la acción. iv) Cuando la entidad emisora que convoca sea una sociedad española, la participación ostentada represente, al menos, un CINCO POR CIENTO (5%) del patrimonio bajo gestión por cuenta de la IIC gestionada, el orden del día de la Junta General de Accionistas contemple puntos sensibles a juicio de la Sociedad Gestora, para la evolución del precio de la acción. Hace un año, y tras un cierre del 2018 muy negativo para casi todas las bolsas, aprovechamos para hablar sobre nuestra filosofía de estar permanentemente invertidos y argumentábamos que, entre otras razones, ésta no nacía de una postura caprichosa, sino del profundo convencimiento de nuestra incapacidad para anticipar correctamente los movimientos de los mercados y que la única competencia que nos podíamos atribuir, si acaso, era la de decidir sobre "en qué invertir" y no sobre "cuándo invertir". Decíamos también que, en la mayoría de los casos, los mercados tienden a descontar "en exceso" las incertidumbres económicas y que estos movimientos de ajustes excesivos en precios suelen recuperarse en un plazo no muy largo de tiempo, siendo ésta, otra razón por la que permanecer totalmente invertidos ya que, de no ser así, se suele renunciar a la posibilidad de recuperar una proporción importante de la caída previa. Hecha esta breve introducción, podemos decir que el año 2019, ha seguido el patrón de recuperación clásico, convirtiéndose en uno de los mejores años para la renta variable las últimas dos décadas. Muchos mercados subieron por encima del 20% recuperándose (como era de prever) de las fuertes correcciones del 2018. Decíamos también hace un año, que no sabíamos cuando se iba a producir esta recuperación, ya que eventos de diversa índole como las tensiones entre China y EE.UU., unidos a las decisiones de los Bancos Centrales, iban a tener mucho que ver en los tiempos de recuperación. Dando un breve vistazo al 2019 vemos como tanto las políticas de los Bancos Centrales (más laxas), como los últimos acuerdos comerciales entre EE.UU. y China, han contribuido claramente al positivo cierre de año. La Muza Inversiones cerró el ejercicio con una rentabilidad del 18,2% y, aún siendo un buen año, no ha estado a la altura de la mayoría de los índices europeos ni estadounidenses. Recordemos que, desde abril a diciembre del 2018, el valor liquidativo de la SICAV retrocedió cerca de un 22%, situándose por debajo de los 30 euros la acción y que, aún estando muy próximo, no se ha recuperado el valor liquidativo de cierre



del 2017 (36,38 euros). En definitiva, que siendo como ha sido este pasado 2019 un año aparentemente bueno en rentabilidad, para ser honestos, deberíamos calificarlo más bien como "un buen año de recuperación". En términos de rendimiento anual, las 5 mejores inversiones por aportación de rentabilidad a lo largo del año fueron: Quálitas, ROVI, Sacyr, Piaggio y Serco, que contribuyeron con dos terceras partes de la rentabilidad total obtenida (con especial énfasis en Quálitas, que ha tenido un año extraordinario en todos los sentidos). Por el lado negativo, Dominion, Gestamp, Ence, Duro Felguera y Maire Tecnimont son las que más rentabilidad restaron (2,7% en total). El resumen de los principales cambios en la cartera a lo largo del año 2019 ha sido el siguiente. Se ha desinvertido totalmente en Adecco, Altri, AIG, Maersk, Aryzta, Banco Santander, Brembo, CAF, Continental, Deutsche Post, DIA, Duro Felguera, Fujitec, Miquel y Costas, Naturhouse, Saint Gobain, SKW y Solaria. Por el contrario, hemos invertido en Befesa, Ence, General de Alquiler de Maquinaria, MásMóvil, Navigator, Pharma Mar, Semapa y Unicaja. A lo largo del año la cartera tuvo un ingreso neto de dividendos de 2,6 millones de euros (3,3 millones brutos), que representan una rentabilidad neta sobre el patrimonio medio del año del 1,7% (2% bruta). Arrancamos el año 2020, con un tono general de los mercados bastante más tranquilo que el que tuvimos el año pasado, con unas valoraciones, eso sí, más ajustadas en muchos sectores. El S&P 500 está cotizando actualmente por encima de las 18 veces y la mayoría de la subida del 2019 se ha producido por expansión de múltiplos y no por crecimiento del beneficio por acción (que de hecho se ha estado revisando a la baja a lo largo de los últimos meses). Al contrario de lo que se pueda pensar, el buen comportamiento del mercado americano en 2019 ha ido acompañado del mayor nivel de salida de dinero de los fondos de inversión de la historia reciente de EE.UU. (se calcula en cerca de 160.000 millones de dólares), siendo el gran sustento del mercado los fuertes programas de recompras de acciones propias que han implementado las compañías (cerca de 740.000 millones de dólares). Volviendo a Europa, se observan en estos primeros días del 2020 un nuevo ajuste en la cotización de sectores cíclicos y financieras y la clásica huida hacia sectores más "defensivos" y de crecimiento (Utilities, Tecnológicas, Healthcare, etc.). Este tema del que ya hemos hablado en los últimos meses, hace que se sigan produciendo discrepancias significativas entre las valoraciones a las que cotizan los sectores más "defensivos" y de crecimiento, y aquellos sectores que están más expuestos a ciclo o fuera de un buen momento de resultados. Esta inercia no es reciente, viendo la evolución sectorial del Eurostoxx 600 desde comienzos del 2018 (gráfico inferior), los sectores defensivos, compañías en crecimiento y tecnología, han tenido un comportamiento claramente diferencial. Esta dinámica que tiene una lógica fundamental y no debería plantear ninguna preocupación (ya que es normal que se comporten mejor los sectores que lo hacen bien y crecen), llega un momento donde rompe esa correlación fundamental y empieza a moverse en terrenos más "delicados" y esto ocurre cuando la valoración que alcanzan es tal que no hay hueco para el error, o como dicen los anglosajones, alcanzan un nivel de valoración que implica "Price for perfection". Llegados a este punto, sólo queda insistir en que no podemos hablar de unos mercados "caros" o "baratos" sino de sectores caros y baratos y, en definitiva, de compañías que ofrecen un perfil de riesgo-rentabilidad razonable, porque sus valoraciones actuales permiten un rango de error razonable en sus resultados, y aquellas que no lo permiten y, por lo tanto, el riesgo-rentabilidad de la inversión esta muy "ajustado". Decíamos hace unos meses que preferimos invertir a múltiplos de valoración seguros en negocios cíclicos o sectores "no queridos" que hacerlo a múltiplos inseguros en compañías defensivas y/o de crecimiento. Evidentemente, esta filosofía no está exenta de fallos y se cometen errores (invertir en compañías que estén justificadamente baratas y lo puedan estar más aún en el futuro), pero este es un riesgo que forma parte del día a día y no queda otra alternativa que continuar aplicando los mismos criterios de siempre, esperando que la mayoría de ellos den sus frutos. Intentaremos seguir trabajando en esta línea a lo largo del 2020. La rentabilidad de las Letras del Tesoro al 31/12/2019 fue del 0,11%. La volatilidad de la SICAV durante 2019 fue del 12,24% que compara con la de las Letras del Tesoro a 1 año del 0,19%. Durante ese mismo periodo, la SICAV no ha operado en derivados. El total de gastos directos que ha soportado la SICAV (incluyendo los de Gestión y depositaría) han supuesto una carga del 0,75% sobre el patrimonio medio, no existiendo gastos indirectos. Información sobre remuneraciones, conforme al artículo 46bis de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, modificada por la Ley 22/2014 de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado: a) La cuantía total de la remuneración abonada por la sociedad gestora a su personal en 2019 ha sido de 513.735 euros, siendo en su totalidad correspondiente a remuneración fija, por tanto, sin retribución variable. A 31 de diciembre de 2019 los empleados que figuran en plantilla de la sociedad gestora son 6. La totalidad de éstos son beneficiarios de una remuneración fija y ninguno son beneficiarios de una remuneración variable. Ninguna de las remuneraciones al personal se ha determinado como una participación en los beneficios de las IIC obtenida por la SGIIC como remuneración por su gestión. b) A 31 de diciembre de 2019 el número total de altos cargos dentro de la SGIIC, siendo además responsables de asumir riesgos, es de 6. La remuneración fija de este colectivo, como queda indicado en el anterior punto a), ha ascendido a 513.735 euros, sin retribución variable alguna. c) La remuneración durante el ejercicio está formada únicamente por un componente de carácter fijo para todos los empleados, vinculado a los conceptos y criterios establecidos por el Convenio Colectivo de Oficinas y Despachos y un componente voluntario, en función de la responsabilidad y desempeño. d) La Sociedad Gestora dispone de una política específica de remuneraciones e incentivos donde se establecen sus principios generales, los criterios para la determinación de la retribución global, así como los componentes de retribución fija y, en su caso, variable, que componen ésta última.

### Rentabilidad Histórica

