Pamplona, a 15 de julio de 2026

Carta 2º trimestre 2026

Queridos co-inversores del fondo:

He querido esperar a terminar los Sanfermines para enviar esta carta y que la podáis leer con calma tras las fiestas que muchos hemos disfrutado.

Cerramos el primer semestre de 2026 con la **sensación de haber vivido muchos meses en poco tiempo.** Si algo nos han vuelto a recordar los mercados en este tramo de año es que la tranquilidad nunca debe darse por garantizada.

Os comentaba en las primeras comunicaciones que **estábamos en un entorno exigente:** bolsas en niveles elevados, mucho entusiasmo alrededor de la inteligencia artificial, deuda pública muy elevada, inflación todavía presente y bancos centrales obligados a caminar sobre una cuerda cada vez más fina.

Durante estos seis meses, esto no ha desaparecido, ni mucho menos. **Simplemente ha cambiado de forma.**

Comenzamos el año con los mercados todavía apoyados en unos beneficios empresariales razonables, un consumo resistente y una economía global que, aunque no crecía con fuerza, no daba señales de deterioro severo. Sin embargo, como ocurre tantas veces, el riesgo vino de nuevo por un conflicto geopolítico, esta vez entre Estados Unidos, Israel e Irán, donde **se volvió a poner sobre la mesa la fragilidad del equilibrio geopolítico mundial y la importancia de la energía en nuestra vida diaria y en la economía global.**

Volvimos a recordar que, cuando sube el precio del petróleo o el gas, no solo sube llenar el depósito, también suben los costes de transporte, seguros, producción industrial, ciertos alimentos y, en general, muchos pequeños costes que se van filtrando poco a poco en nuestra economía diaria.

Los mercados reaccionaron a este conflicto como suele suceder: primero con miedo, después dudas y, finalmente, con cierta recuperación cuando apareció la posibilidad de una tregua o una desescalada. La renta variable sufrió momentos de caídas relevantes, especialmente en marzo, para rebotar después. **Esta alternancia entre miedo y alivio es una constante en la historia de los mercados.** Cambian los titulares y los protagonistas, pero no cambia mucho la naturaleza humana.

Aquí, mi labor es transmitiros el comportamiento de nuestra inversión, el posicionamiento de la cartera y las decisiones que fui tomando. En la carta *"Nota riesgo geopolítico"* y en la

"Carta del primer semestre" pude trasladaros que contábamos con una cartera muy robusta, bien diversificada y defensiva antes de la guerra, lo que nos hizo caer poco más de un 4% (mercados europeos cayeron más del doble) e ir posicionándonos más agresivos al final de marzo aprovechando las oportunidades que daba el mercado. Pasamos de estar un 50% posicionados en renta variable, hasta casi un 90% que estábamos hace unas semanas. Ahora hemos reducido algo riesgo.

Para lo que me ha servido esta volatilidad es para refrendar la **calidad de los partícipes** que somos: poquísima gente se puso nerviosa y me llamó para conocer mi visión de primera mano e incluso muchos aprovechasteis (aprovechamos) para aumentar la inversión en el fondo.

Muchos lleváis ya tiempo invirtiendo, pero para otros esta es vuestra primera experiencia y puedo decir orgulloso: **el primer pequeño bache lo hemos pasado con nota.** Vendrán más y de más calibre, no os quepa duda, pero estamos preparados para todo lo que llegue.

LA REVOLUCIÓN DE LA IA

Dejando la guerra al margen, tenemos otra narrativa que ha provocado mucha volatilidad en mercado y he intentando aprovechar de la forma más óptima posible: la disrupción que la inteligencia artificial va a provocar.

Esta va a ser una de las grandes historias de inversión de los últimos años y lo que pueda provocar. Al principio, como suele suceder, todo lo que tenga que ver con la IA y se pueda beneficiar de ciertas narrativas, no hace más que subir. Después el mercado empieza a preguntarse qué empresas van a ganar dinero de verdad, cuáles van a gastar mucho capital sin retornos claros y cuáles están siendo arrastradas por una narrativa demasiado optimista.

A mí no me gusta mirar esta parte de la historia, pues es muy difícil valorar un impacto futuro de algo que sí. Nadie duda de que pueda ser una revolución, pero tampoco nadie sabe cómo se va a poder cuantificar esto mismo. Las grandes oportunidades de inversión aparecen cuando el mercado deja de comprar relatos de forma indiscriminada y empieza a separar negocios buenos de negocios caros, expectativas razonables de expectativas exageradas.

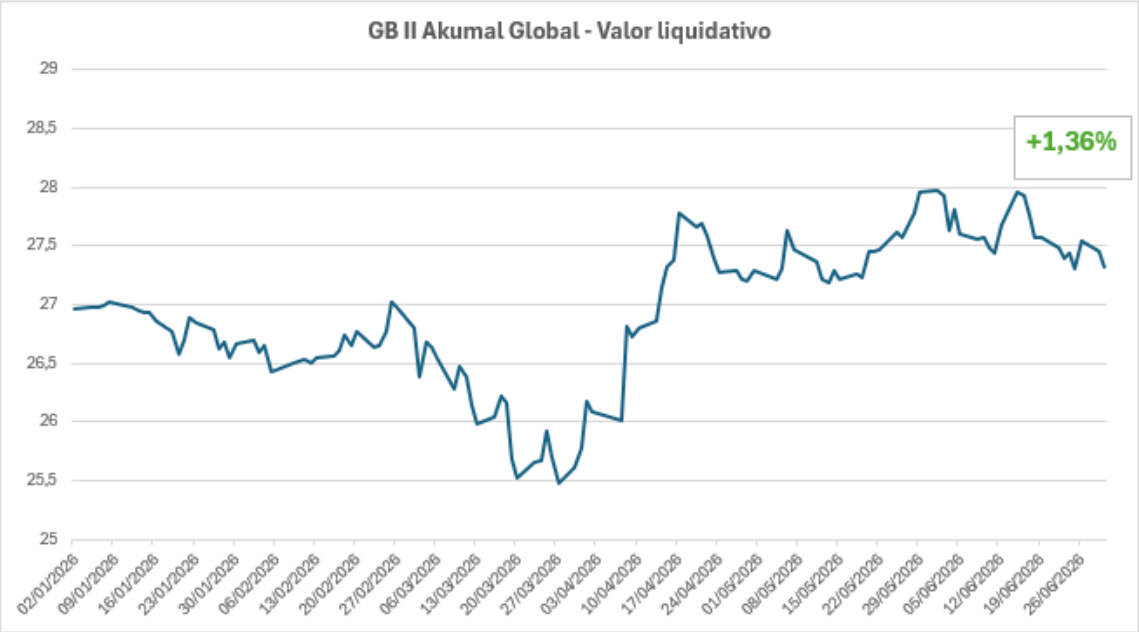
Yo me he enfocado en analizar la parte negativa: las empresas que la IA va a hacer desaparecer. Empresas de software vertical, horizontal, marketplaces... Empresas que hace 4 días eran las niñas bonitas, líderes de su mercado, con fuerte crecimiento y recurrencia de ingresos y se pagaban grandes múltiplos por ellas, ahora el mercado ha puesto a muchas en una valoración que significa, prácticamente, su desaparición en pocos años.

Todo lo vivido estos meses, añadido a la experiencia que ya tenemos, hace más énfasis en la gestión que hago de **Akumal Global: no intentamos adivinar el próximo titular ni anticipar el próximo movimiento de mercado**. No soy experto geopolítico ni pretendo serlo. Tampoco quiero que la cartera dependa de acertar si mañana sube o baja el petróleo, los Bancos Centrales recortan o suben tipos de interés o el próximo comunicado político asusta o tranquiliza al mercado. **Mi trabajo es otro: construir una cartera capaz de**

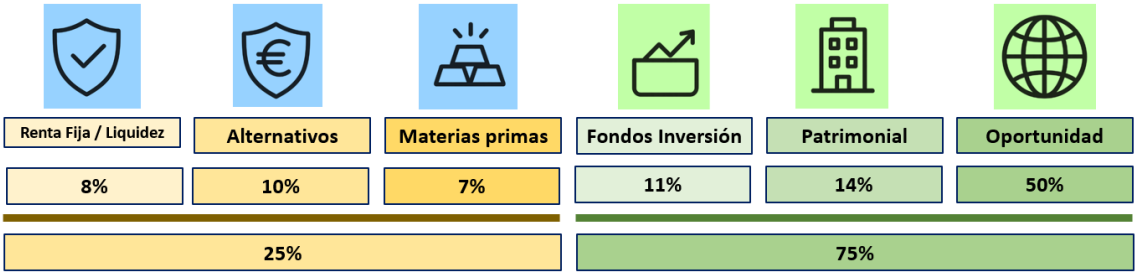
resistir entornos distintos y, cuando el mercado ofrezca precios atractivos por buenos activos, tener la flexibilidad y paciencia para actuar.

La idea que da sentido a Akumal Global sigue siendo la misma: proteger nuestros ahorros y hacer crecer nuestro patrimonio a medio y largo plazo. No sabemos qué pasará en un futuro, pero nos adaptaremos de la forma más segura posible al mismo.

GB II AKUMAL GLOBAL – CARTERA Y MOVIMIENTOS



El fondo cierra el semestre con un **1,36% de rentabilidad** (a cierre de 9 de julio estamos en +3%). Se puede apreciar la volatilidad que hay en mercados con las sierras de las últimas semanas, algo que presumiblemente persistirá.



Ian Petrina Azpilicueta EAFN
Gestión Boutique II Akumal Global
ISIN: ES0168797027

BLOQUE DE PROTECCIÓN

Renta Fija + Alternativos + Materias primas

Recordad que el objetivo principal de este bloque es **protegernos** frente a la volatilidad que soporta la renta variable, esos vaivenes de mercado en el corto plazo. Son 3 órganos que aportan una muy buena diversificación y, especialmente, descorrelación con la renta variable. Y no solo eso, también aportarán una rentabilidad razonable a la cartera.

Cuando la renta variable de oportunidad de ir reduciendo ciertas posiciones, aumentaremos esta parte más defensiva.

Exposición bloque defensivo 25%:

- **Liquidez: 8%**
- **Alternativos:** el grueso de este **10%** está en 4 fondos de inversión que protegen muy bien y una pequeña exposición a un bono.
- **Materias primas:** Con las caídas del oro en estas últimas semanas, tenemos un **5% de exposición a este material** y un 1,75% de exposición a Bitcoin.

BLOQUE DE RENTABILIDAD

Fondos de inversión + negocios patrimoniales + oportunidad

Recordad que el objetivo de este bloque es claro: **obtener rentabilidad.** Buscamos el crecimiento de nuestro patrimonio, intentando obtener **retornos del 15% anual** en este bloque. Se compondrá de una exposición a renta variable diversificada y complementaria entre sí.

FONDOS DE INVERSIÓN: 11%

Hemos reducido algo la exposición tras la subida vertical que tuvo en mayo uno de los fondos, el Federated Hermes Asia Ex Japan Equity. La exposición queda así:

GESTORA	FONDO	PESO
PALM HARBOUR	PALM HARB GLB VALUE	3,41%
HAMCO	HAMCO SICAV GLOBAL VALUE FUND	3,33%
Federated Hermes Limited	ASIA EX JAPAN EQUITY	2,30%
ESTELA CAPITAL	ESTELA GLOBAL EQUITIES	1,71%
cobas asset management	COBAS GRANDES COMPAÑÍAS	0,42%

NEGOCIOS PATRIMONIALES – 14%

Negocios con activos patrimoniales en balance: empresas de oficinas, naves industriales, centros de datos, hoteles y grupos empresariales. Objetivo: buen dividendo y revalorización de los negocios.

Ampliamos nombres en este bloque, habiendo reducido parte de las siguientes con buenas plusvalías: Melia, Merlin Properties SOCIMI y Caltagirone SPA.



EMPRESAS - OPORTUNIDAD – 50%

Lo que buscamos en este bloque es encontrar oportunidades en empresas con negocios entendibles, cuentas claras, balance saneado y alineación de intereses. Estas oportunidades las vamos a encontrar en casos como:

- Empresas de calidad que por cambio de narrativa o circunstancias temporales han sufrido un fuerte castigo por el mercado.
- Empresas con alto potencial de revalorización que el mercado ignora.
- Pequeñas empresas donde los grandes fondos no pueden acceder y son negocios muy buenos cotizando a precios atractivos.

Tenemos una diversidad de negocios, actualmente con 35 empresas en cartera de diferentes sectores y países.

- **Marcas textiles:** Crocs, Lululemon y Puma
- **Perfumes y cosméticos:** Puig Brands
- **Ocio - restauración:** Kinepolis, AmRest, Domino´s Pizza Group plc
- **Salud – seguros:** Clinica Baviera y UnitedHealth Group
- **Software y servicios tecnológicos:** Adobe, PayPal, Uber, Constellation Software, eDreams, Catenon, Evolution Gaming, Accenture, Amadeus IT Group, Booking Holdings, Expedia, Cognizant Tech Solutions, Teleperformance, Microstrategy, Veeva Systems, SAP y Meta Platform.
- **Energía/materias primas e industriales:** Tubacex, Acerinox, Ferrexpo y Foraco; Verallia. CAF y Viscofan.
- **Autos y autopartes:** Stellantis y Cie Automotive

Por temáticas, como podéis comprobar, el bloque **softwate y servicios tecnológicos tiene un 25% de peso en el fondo**, destacando empresas con peso cercano al 2% como Constellation Software, Adobe Systems, Booking Holdings, Meta Platform, Uber Technologies, Amadeus o Edreams Odigeo.

El software puro tiene un 15% de peso. Cada empresa tiene poco que ver entre sí, pero todas tienen una narrativa muy negativa que ha provocado una penalización en su precio, en muchos casos de forma considerable. Lo que sí tienen en común todas es un negocio excelente, fuerte generación de caja, balance saneado, y una sana remuneración al accionista. El mercado funciona como un péndulo muchas veces y este péndulo ha pasado de estar enamorado de estas empresas a verlas desaparecer en el corto plazo. Tras mucho estudiar y analizar, no creo que sea el caso de ninguna de ellas y todas ofrecen un amplio margen de seguridad en el caso de que pueda estar equivocado. Si se da este caso, el peso individual en cada empresa y, por tanto, el riesgo expuesto, está muy acotado: **ninguna llega al 2,5% de peso.**

Como nombres destacados más allá de esto anterior mencionado, hemos incrementado exposición a las siguientes empresas:

- Tubacex
- CIE Automotive
- Puig Brands

- **Durante este trimestre hemos vendido totalmente la exposición en las empresas:** Vallourec (+45%), CTT Correios (-15%), Ab Inveb (+20%), Grupo Azkoyen (+42%) y Qualys (+8%)

Para finalizar, como siempre, agradeceros a todos los partícipes por la confianza depositada, dar la bienvenida a los nuevos y trasladaros una máxima también: a la hora de invertir y crear un hábito que nos haga poner a trabajar nuestros ahorros desde el momento que los generamos, la inversión periódica (invertir mes a mes una cantidad cómoda), hace que la volatilidad sea más fácil de soportar y alargamos el tiempo de inversión.

Atentamente,

Ian Petrina Azpilicueta