



Fondo de inversión

Zohar Global Opportunities

Reporte trimestral - 22 de mayo de 2026

Concentración, narrativa y valor

La inteligencia artificial continúa dominando la atención de los inversores y definiendo el rumbo del mercado. Esta dinámica impulsó un nivel de concentración nunca antes visto en la historia del S&P 500, donde apenas 15 compañías vinculadas a IA explican actualmente alrededor del 45% del índice. En otras palabras, el futuro del principal índice bursátil del mundo depende cada vez más del desempeño de un grupo muy reducido de empresas vinculadas, directa o indirectamente, a la carrera por el liderazgo en inteligencia artificial.

El entusiasmo del mercado hacia estas compañías se refleja en valuaciones particularmente elevadas. Sin embargo, detrás de esta narrativa dominante vemos un riesgo que no recibe suficiente atención. Y es que aún no existe claridad respecto de quiénes serán los verdaderos ganadores de esta transformación tecnológica en los próximos años.

La velocidad con la que cambia la narrativa de mercado es sorprendente. Alphabet, por ejemplo, fue inicialmente castigada por el temor a que la inteligencia artificial disrumpiera su negocio de búsqueda web. Desde el lanzamiento de ChatGPT a finales de 2022, la compañía atravesó múltiples correcciones de entre 20% y 30% a medida que fluctuaba la percepción sobre su capacidad competitiva en IA. Microsoft, por el contrario, fue inicialmente considerada una de las grandes ganadoras gracias a su temprana alianza con OpenAI, pero hoy el mercado desconfía de su posición competitiva y sus acciones cotizan 23% por debajo de los máximos alcanzados a fines de 2025.

Incluso NVIDIA enfrenta crecientes desafíos. Su liderazgo en chips de alto rendimiento comienza a ser presionado por diseños de AMD, Alphabet y Amazon.

En paralelo, la necesidad de sostener inversiones cada vez mayores para mantenerse en la frontera tecnológica agrega un elemento adicional de incertidumbre. La carrera por el liderazgo en IA exige compromisos de capital extraordinarios, muchas veces difíciles de justificar bajo parámetros tradicionales de retorno sobre inversión.

La historia de los mercados ofrece numerosos ejemplos donde una transformación tecnológica terminó siendo real y profundamente disruptiva, pero aun así generó resultados decepcionantes para muchos de los inversores que intentaron anticipar a sus ganadores. Uno de los casos más ilustrativos fue el despliegue masivo de fibra óptica en Estados Unidos durante las décadas de 1990 y 2000. La demanda por capacidad de transmisión de datos efectivamente explotó, validando la tesis tecnológica de fondo. Sin embargo, la magnitud de las inversiones realizadas llevó a un exceso de capacidad tan grande que varias de las empresas que lideraron el tendido de la infraestructura terminaron en quiebra tras no poder afrontar las obligaciones financieras asumidas para financiar su expansión. Paradójicamente, gran parte del valor económico terminó capturándose años más tarde por compañías que utilizaron esa infraestructura ya construida a una fracción de su costo original.

La inteligencia artificial va a transformar la economía global. Sin embargo, eso no implica que los actuales líderes vayan necesariamente a ser los mayores beneficiarios económicos de largo plazo. La historia demuestra que los ciclos de inversión extraordinariamente intensos suelen producir grandes destrucciones de capital antes de que emerja una estructura competitiva más estable.

Más aún, existen diferencias relevantes respecto de ciclos anteriores. La infraestructura de fibra óptica desplegada hace más de dos décadas continúa operativa en la actualidad. En contraste, gran parte de la inversión vinculada a la inteligencia artificial se destina a chips cuya vida útil ronda entre 5 y 7 años. Esto implica que mantener una posición de liderazgo podría exigir ciclos de reinversión permanentes y de enorme magnitud, elevando significativamente la exigencia económica del modelo.

En este contexto, preferimos mantenernos enfocados en negocios donde identificamos ventajas competitivas más claras y estructuras de mercado consolidadas. Mientras las principales compañías asociadas a la inteligencia artificial cotizan en promedio a 28 veces las ganancias esperadas para los próximos 12 meses, nuestro portfolio lo hace a aproximadamente 21 veces esa misma métrica, pese a presentar perspectivas de crecimiento comparables.

La diferencia se vuelve todavía más evidente al analizar la generación esperada de flujo de caja. Según el consenso de analistas de mercado, este grupo de compañías vinculadas a IA generaría en los próximos cinco años un flujo de fondos libre equivalente a 18% de su valor de mercado actual. En nuestro portfolio, esa cifra ronda el 31%.

Creemos que esta combinación ofrece una propuesta de inversión particularmente atractiva. Nuestro portfolio reúne empresas que cotizan a valuaciones más razonables, presentan perspectivas de crecimiento similares y exhiben una capacidad significativamente mayor de generación de caja. Más importante aún, se trata de negocios que ocupan posiciones de liderazgo en industrias en expansión, cuentan con barreras de entrada difíciles de replicar, generan altos retornos sobre el capital y disponen de amplias oportunidades para reinvertir ese capital a tasas atractivas durante muchos años.

Más allá del atractivo individual de nuestras inversiones, consideramos que el portfolio también representa una alternativa complementaria interesante frente a la elevada concentración actual del S&P 500, aportando diversificación y menor dependencia de una única narrativa dominante de mercado.

Camilo Cisera

Head portfolio manager

Brookfield

Brookfield Corporation (NYSE: BN) es nuestra idea de mayor convicción y nuestra mayor posición en el fondo. Se trata de un holding canadiense centrado en la gestión de inversiones alternativas, con una sólida base de experiencia y capital propio acumulada a lo largo de más de 100 años como propietaria y operadora de activos de infraestructura.

El principal activo de la compañía es una participación del 73% en Brookfield Asset Management (NYSE: BAM), un gestor líder de inversiones alternativas con más de USD 1,2 billones en activos bajo administración, de los cuales USD 614 mil millones están generando comisiones de gestión. Esta participación de 73% cuenta con un valor de mercado que actualmente ronda los USD 56 mil millones, explicando 51% del valor de mercado de Brookfield Corporation.

El holding cuenta además con dos grandes activos por fuera de su participación accionaria en Brookfield Asset Management. Por un lado, USD 59 mil millones de capital propio invertido en una multitud de activos y fondos gestionados por su subsidiaria Brookfield Asset Management y, por otro, una unidad de seguros en rápido crecimiento valuada en USD 30 mil millones.

Brookfield reportó para el primer trimestre de 2026 una ganancia antes de disposiciones (una medida de la rentabilidad núcleo del negocio que excluye resultados volátiles por ventas de inversiones) de USD 1,4 mil millones, con un crecimiento de 7% respecto de igual periodo un año atrás. La ganancia total, incluyendo resultados por ventas de inversiones, fue de USD 1,6 mil millones.

Con estos números, Brookfield acumula una ganancia de USD 6 mil millones en los últimos 12 meses, cotizando actualmente a un múltiplo de 18,5 veces esta ganancia. Lo más interesante es que la ganancia de los últimos 12 meses se obtuvo en el marco de un contexto desafiante para la industria.

La propia empresa, reconocida por la cautela y precisión de sus proyecciones, espera un crecimiento acelerado en la segunda mitad del año, apuntalado por el cierre de nuevos fondos de inversión que comenzaron a ser levantados en meses recientes, incluyendo sus fondos insignia para infraestructura y private equity.

En línea con las proyecciones de la compañía, esperamos un crecimiento de ganancias y valor económico por acción en el orden del 15% anual entre 2026 y 2030.

Una fusión con importantes sinergias

Un elemento central detrás del sólido desempeño de Brookfield, cuyas acciones han crecido a un ritmo de 15% anual en la última década, es su capacidad de reinvertir capital a tasas elevadas de retorno. Esta disciplina en la asignación de capital ha permitido a la compañía construir un portafolio de activos de primer

nivel, que incluye propiedades emblemáticas como los centros financieros Canary Wharf en Londres y Brookfield Place en Nueva York.

En los últimos años, este enfoque se ha extendido hacia la construcción de su plataforma de seguros, con el objetivo de replicar, en parte, el modelo desarrollado por Berkshire Hathaway.

La lógica económica de este modelo radica en la utilización de primas de seguros como una fuente de capital permanente y de bajo costo, que puede ser invertida en activos de alto rendimiento. En el caso de Berkshire, este esquema ha permitido financiar inversiones en acciones y negocios privados, generando un diferencial de rentabilidad estructural que ha sido clave en su éxito a largo plazo.

Brookfield inició su propia versión de esta estrategia en 2021 con la adquisición de American National por USD 5.100 millones, y continuó entre 2023 y 2025 con USD 8.600 millones destinados a la compra de tres aseguradoras adicionales. Desde su adquisición, este grupo de empresas ha crecido de manera significativa y hoy administra USD 180.000 millones en activos, con primas anuales que se aproximan a USD 25.000 millones, de las cuales aproximadamente el 50% se invierte en fondos gestionados por Brookfield.

Para potenciar este modelo, la compañía anunció recientemente la integración de su estructura de seguros dentro del holding. De esta manera, al consolidar la base de capital del grupo con la unidad aseguradora, Brookfield incrementa su capacidad de respaldo, lo que permite que una mayor proporción de las primas pueda canalizarse hacia fondos propios, amplificando tanto la rentabilidad de la unidad de seguros como el flujo de capital hacia el negocio de gestión de inversiones.

El retorno de esta unidad opera sobre dos ejes simultáneos. La operación de seguros en sí misma genera aproximadamente USD 2.000 millones de ganancia anual, con un retorno sobre el capital cercano al 15%. Al mismo tiempo, canaliza alrededor de USD 13.000 millones por año hacia fondos gestionados por Brookfield, generando comisiones adicionales y aportando una base de capital permanente que refuerza el crecimiento del negocio de gestión de inversiones.

De cara a 2030, la compañía proyecta escalar esta unidad hasta USD 350.000 millones en activos y USD 5.500 millones en ganancia operativa, lo que implica un crecimiento del 26% anual, impulsado tanto por expansión orgánica como por adquisiciones oportunistas en momentos de dislocación de mercado.

KKR

KKR es una de las oportunidades más atractivas que identificamos en el mercado actual. A lo largo del año fuimos incrementando nuestra posición hasta aproximadamente el 20% del fondo, aprovechando una corrección significativa que dejó sus acciones cotizando un 40% por debajo de los máximos registrados en enero de 2025.

KKR compite con Brookfield en la industria de inversiones alternativas, distinguiéndose por su liderazgo en el segmento más volátil y rentable del sector: el private equity.

La firma celebró sus 50 años unas semanas atrás, siendo la más antigua de la industria, y no casualmente, ya que fue la propia KKR quien fundó la gestión de inversiones alternativas en los años 70 al crear los primeros fondos de private equity de la historia. Desde entonces, se mantuvo a la vanguardia mientras se diversificaba hacia nuevas estrategias como real estate, infraestructura y crédito privado. Hoy administra USD 758 mil millones distribuidos en más de 40 estrategias y sub-estrategias.

La presión sobre la cotización responde principalmente a dos factores que generan inquietud en el mercado. Por un lado, el temor a que la inteligencia artificial disrumpa el negocio de las empresas de software, que están financiadas en buena medida por fondos de crédito privado. Por otro, la persistencia inflacionaria en EE.UU. y la posibilidad de que las tasas de interés permanezcan elevadas por más tiempo, dificultando la venta de activos, un elemento clave para materializar las comisiones por rendimiento de los fondos.

En cuanto a la exposición a software y crédito privado, creemos que el mercado está sobrerreaccionando, tratando a todas las empresas del sector como si fueran igualmente vulnerables a la disrupción tecnológica, algo que difícilmente refleje la realidad. Adicionalmente, la exposición directa de KKR es acotada: solo el 7% de sus activos bajo gestión está vinculado a empresas que podrían clasificarse como software en sentido amplio.

Respecto al contexto de inflación, tasas de interés y su impacto en la monetización de inversiones, se trata claramente de un fenómeno transitorio. Dentro de la industria, KKR se ve particularmente afectada dado su predominio en private equity, su área más distintiva. Sin embargo, esta misma volatilidad es la que históricamente le ha permitido a la firma desplegar capital en las mejores oportunidades a precios de descuento. Las ganancias de KKR exhiben un crecimiento estructural sólido en el mediano plazo, pero son naturalmente volátiles año a año. Los fondos levantados y desplegados en períodos de turbulencia, como el actual, han sido consistentemente los de mejor retorno, tanto para los inversores como para la propia firma.

En este sentido, es muy relevante destacar que KKR captó nuevos fondos por USD 127 mil millones en los últimos 12 meses, lo que representa un crecimiento del 11%

respecto al período anterior. Esta cifra incluye USD 23 mil millones en su emblemático fondo de private equity enfocado en América del Norte, que va por su 14ª edición. Estos compromisos son fundamentales además porque otorgan alta previsibilidad sobre el crecimiento de ingresos a medida que el capital se vaya desplegando.

A pesar del contexto adverso, KKR presentó resultados sólidos en el primer trimestre del año, con ganancias creciendo un 21% interanual. En los últimos 12 meses, la empresa generó una ganancia de USD 5,1 por acción, y sus acciones cotizan actualmente en torno a 18 veces esa cifra, obtenida, cabe recordar, en un entorno particularmente desafiante. En línea con su desempeño histórico, en un año de contexto favorable la empresa podría perfectamente lograr un crecimiento de ganancias superior al 40% anual. De hecho, su objetivo para 2026, fijado antes del deterioro macroeconómico derivado del conflicto en Medio Oriente, era incrementar las ganancias un 44% hasta USD 7 por acción, lo que ilustra claramente la capacidad de expansión de resultados una vez que el entorno mejore.

Por último, y para evidenciar el crecimiento estructural del negocio más allá del componente cíclico, a principios de 2024 KKR presentó una serie de objetivos para 2026: captar compromisos por USD 300 mil millones en tres años y alcanzar USD 4,5 por acción en ganancia por comisiones fijas (que no dependen de monetizaciones), representando un crecimiento del 20% anual entre 2023 y 2026. Ambos objetivos van camino a ser superados con comodidad, y la propia compañía reafirmó su alta confianza en alcanzarlos en su última llamada con inversores.

El largo plazo

Más allá de los ruidos y oportunidades de corto plazo, nuestro foco está puesto en invertir en empresas con excelentes prospectos de crecimiento y generación de valor a largo plazo. En este sentido, una parte central de nuestro trabajo consiste en comprender lo que se avecina para las empresas en que invertimos en un horizonte de 3 a 5 años y más allá, no en los próximos meses.

KKR se encuentra entre los tres mayores gestores alternativos del mundo. La firma posee una plataforma de escala excepcional para captar fondos e invertir capital globalmente. Al mismo tiempo, y pese a su tamaño, mantiene un amplio horizonte de crecimiento, apoyado en múltiples iniciativas de alto potencial. Entre ellas destacan su recientemente creada área de tenencias estratégicas, donde acumula inversiones realizadas con capital propio, y su unidad de seguros, ambos complementando el fuerte crecimiento orgánico de su negocio de gestión de fondos.

Un área que nos resulta particularmente atractiva es Japón, donde KKR ha construido la franquicia de private equity líder del país. La firma cuenta allí con más de 200 empleados y USD 30.000 millones en activos bajo administración, formando parte de una plataforma asiática mucho más amplia, con 900

empleados, 9 oficinas y más de USD 80.000 millones en activos, creciendo a una tasa de 24% anual desde 2018.

La tesis de inversión se apoya en una característica única del mercado corporativo japonés: la existencia de numerosos conglomerados complejos, con extensas redes de subsidiarias, participaciones cruzadas e ineficiencias persistentes que terminan deprimiendo el precio de sus acciones.

Mitsubishi, por ejemplo, posee más de 1.200 subsidiarias y participaciones no controlantes en otras 450 compañías afiliadas. Casos similares pueden observarse en conocidos conglomerados como Hitachi, Panasonic y Toshiba, entre otros. Como consecuencia de estas complejas estructuras y las ineficiencias que nacen de ellas, aproximadamente el 30% de las 4.000 empresas japonesas cotizantes en bolsa lo hacen a valuaciones inferiores a su valor contable.

Esta realidad está comenzando a generar fuertes incentivos para simplificar estructuras y vender subsidiarias o activos no estratégicos, sentando las bases para una etapa de creciente actividad en private equity comparable a la vivida en EE.UU. durante las décadas de 1980 y 1990. KKR se encuentra excepcionalmente bien posicionada para beneficiarse de esta tendencia, tanto participando en desinversiones corporativas como adquiriendo conglomerados para reorganizar y monetizar sus distintas unidades por separado.

TSMC

TSMC es nuestra tercera mayor posición, explicando alrededor de 15% del fondo. Este gigante de la fabricación de chips continúa consolidándose como una de las compañías de mayor calidad y relevancia estructural en el ecosistema global de semiconductores, con una demanda fuertemente impulsada por la expansión de la inteligencia artificial.

En el primer trimestre de 2026, la compañía registró un crecimiento de ingresos del 41% interanual hasta un récord de USD 36 mil millones, acompañado de una fuerte expansión de márgenes. El margen neto alcanzó 50,5%, frente a 43,1% un año atrás, reflejando una combinación de escala, disciplina operativa y poder de fijación de precios difícil de replicar en la industria. El retorno sobre el equity se ubicó en 40,5%, frente a 32,7% un año atrás.

De cara al futuro, TSMC elevó su proyección de crecimiento de ingresos para 2026 al 30% y mantiene prácticamente toda su capacidad de producción avanzada completamente reservada hasta 2028, lo que proporciona una visibilidad inusualmente alta sobre el crecimiento de mediano plazo.

En su simposio tecnológico anual, celebrado en abril, la compañía reforzó su hoja de ruta estratégica, estructurada en dos plataformas, una orientada a dispositivos móviles y computación tradicional y otra enfocada en inteligencia artificial y computación de alto rendimiento. Esta separación refleja la creciente divergencia

en los requerimientos tecnológicos de ambos segmentos y la necesidad de procesos de fabricación cada vez más especializados.

TSMC presentó además una secuencia de nuevas generaciones de chips con producción escalonada hacia 2029, junto con avances significativos en empaquetado avanzado, una tecnología cada vez más crítica en la era de la IA, donde la interconexión entre chips es tan relevante como el rendimiento individual de cada uno.

El atractivo estructural de la compañía se refuerza por la dinámica competitiva del sector, que evoluciona hacia una estructura de cuasi monopolio natural. La complejidad tecnológica y la intensidad de capital elevan de forma sostenida las barreras de entrada y reducen el número de actores capaces de competir en los nodos más avanzados.

En 2002 existían 26 empresas capaces de fabricar los chips de vanguardia del momento. Hacia 2011 solo quedaban 10, y para 2021 únicamente tres firmas mantenían capacidad real de producir los semiconductores más avanzados: Samsung, Intel y TSMC. Intel eventualmente reconoció la superioridad de TSMC y delegó en ella la producción de sus diseños más avanzados, dejando a Samsung como único competidor relevante.

Hoy se observan signos de capitulación en Samsung. Mientras TSMC avanza con una hoja de ruta ambiciosa apuntando a producir en masa chips por debajo de los 2nm a partir de 2027-2028 con pedidos asegurados de NVIDIA y Apple, Samsung pasó a modo supervivencia, enfocándose en mejorar su proceso de 2nm, que aún presenta problemas de desempeño y carece de clientes importantes más allá de su propia división Samsung Electronics. El camino hacia un monopolio de facto en la fabricación de chips de vanguardia parece cada vez más despejado.

Resto del portfolio

Los resultados corporativos anunciados por el resto de las compañías en cartera estuvieron mayormente en línea con nuestra expectativa de creación de valor sostenido a largo plazo. No identificamos cambios relevantes que alteren nuestra tesis de inversión en estas posiciones.

Visa y Mastercard, que juntas forman un duopolio en el procesamiento de pagos globales, reportaron excelentes resultados, con crecimiento de ganancias por acción de 20% y 23% interanual, respectivamente. Ambas compañías se destacan por el acelerado crecimiento estructural que vienen logrando desde hace múltiples décadas, y que cuenta con un largo camino por delante de la mano del creciente uso de medios de pago digitales.

El crecimiento de su negocio se evidencia con nuevos récords en métricas clave como volumen de transacciones y tarjetas en circulación. Ambas compañías siguen expandiendo sus servicios de valor agregado, incluyendo iniciativas

vinculadas a comercio impulsado por inteligencia artificial y al ecosistema de activos digitales.

El momento actual presenta una oportunidad de entrada especialmente atractiva. Ambas compañías cotizan en torno a 23 veces la ganancia estimada para los próximos 12 meses, un nivel que históricamente marcó un piso para estas acciones y que rara vez se alcanzó en la última década. Más relevante aún, en los últimos 10 años ninguna de las dos cotizó por debajo de 20 veces dicha métrica, lo que ofrece un margen de protección a la baja difícil de ignorar. Todo esto en un contexto donde el consenso de analistas espera que Visa expanda su ganancia por acción al 15% anual durante los próximos cuatro años, mientras que Mastercard, con mayor exposición a mercados emergentes de rápido crecimiento, lo haga al 17% anual. La combinación de valuaciones en mínimos históricos y perspectivas de crecimiento de doble dígito sostenido es, a nuestro juicio, una de las configuraciones más atractivas que estas empresas han ofrecido en mucho tiempo.

Visa - Precio sobre ganancias



Mastercard - Precio sobre ganancias



Moody's, que opera en el oligopolio de calificación crediticia junto con S&P y Fitch, también presentó resultados sólidos. Destacamos el crecimiento de 13% interanual en su ganancia por acción, impulsada por crecimiento de ingresos, expansión de márgenes y recompras de acciones.

Un hito especialmente relevante fue que durante el primer trimestre del año la emisión de deuda calificada superó los USD 2 billones por primera vez en la historia,

impulsada por financiamientos vinculados a infraestructura de inteligencia artificial.

Lejos de representar una amenaza, la inteligencia artificial opera como un viento de cola para el negocio de Moody's. Las inversiones masivas en centros de datos requieren emisiones de deuda de gran escala, lo que amplía directamente el mercado de calificaciones. Al mismo tiempo, la compañía está integrando su inteligencia crediticia y sus herramientas de análisis en plataformas de IA empresarial como Claude de Anthropic y ChatGPT Enterprise, así como en Microsoft 365 Copilot y Amazon Web Services, abriendo nuevos canales de distribución con potencial significativo.

Vemos acotados los riesgos de disrupción tecnológica sobre el negocio de la compañía y consideramos que su posición en el oligopolio de calificación crediticia es una de las más duraderas e irremplazables del mercado.

En el sector de lujo, **LVMH** y **Hermès** atraviesan un momento de viento en contra, presionado por una combinación de factores que consideramos transitorios. El conflicto en Medio Oriente afecta tanto la demanda local en la región como el flujo de turistas de alto poder adquisitivo provenientes de Medio Oriente hacia Europa, especialmente Francia. A esto se suman las complicaciones tarifarias derivadas de la administración Trump y la guerra entre Rusia y Ucrania.

Vale aclarar que, en línea con los requisitos del mercado francés donde ambas compañías están listadas, estas firmas presentan resultados completos de forma semestral, y solo reportan datos de ventas con frecuencia trimestral. Con esta información disponible, ambas mostraron un crecimiento orgánico modesto pero positivo, con señales alentadoras en regiones clave como Asia y Estados Unidos.

Mantenemos una exposición moderada a ambas compañías, que en conjunto representan menos del 8% del fondo. LVMH y Hermès son las firmas más valiosas y dominantes de una industria caracterizada por altas barreras de entrada, márgenes de rentabilidad excepcionales y un largo camino de crecimiento estructural por delante. Sus marcas, construidas y perfeccionadas a lo largo de generaciones, son irreplicables. Los episodios de debilidad transitoria como el actual han sido históricamente puntos de entrada atractivos para el inversor de largo plazo, y es desde esa perspectiva que valoramos nuestra posición en estas compañías.



Descargo de responsabilidad

Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye una oferta, invitación o recomendación para la compra o suscripción de participaciones del Fondo Zohar Global Opportunities, ni debe interpretarse como asesoramiento financiero, fiscal, legal o de otro tipo. La información contenida en este documento se basa en fuentes consideradas fiables; no obstante, Zohar Capital no garantiza su exactitud, integridad ni actualización.

El desempeño pasado no garantiza rendimientos futuros. El valor de las inversiones puede disminuir, y los inversionistas podrían no recuperar la totalidad del capital invertido. La rentabilidad futura estará sujeta a variaciones derivadas de la evolución de los mercados y otros factores económicos y financieros.

Antes de tomar cualquier decisión de inversión, se recomienda a los potenciales inversionistas consultar con sus propios asesores financieros, legales y fiscales, a fin de determinar la conveniencia de una inversión en función de sus objetivos y perfil de riesgo.

La distribución de este documento puede estar restringida en ciertas jurisdicciones. Corresponde a cada destinatario asegurarse de cumplir con las leyes y normativas aplicables en su país de residencia.