

Informe Mensual

Mercados y Carteras Asesoradas

Junio 2026





1. Análisis y Situación de Mercados

- Comentario de Mercado.
- Escenarios 2025.
- Renta Fija y Tipos de Interés.
- Renta Variable.





Comentario de Mercado

“Año de Mundial, de Hat Trick en Hat Trick.”

Después de meses calentando en la banda, en el descanso entra *Kevin Warsh* sustituyendo a *Jerome Powell* para afrontar la segunda parte (me he dejado llevar por la temática mundialista)

Crónica de la primera parte, en el minuto 1 del partido, Donald ha hecho una dura entrada a Nicolás y este ha tenido que abandonar el terreno de juego en un helicóptero, en el minuto 15 un ataque fulgurante parecía que iba a dejar el partido resuelto por la vía rápida, sin embargo, la aplicación de una variante defensiva llamada *Catenaccio Persa* ha dejado el juego completamente atascado y mientras van pasando los minutos y al equipo de Donald se le acaba el tiempo. Mientras en el estadio hay nervios porque el suministro de salchichas se está agotando en los bares del estadio y su precio puede dispararse, aunque parece que a última hora estas han comenzado a llegar, lo que ha transmitido tranquilidad, se podrá cenar en caso de haber prórroga y penaltis.

Disculpen esta vacilación temática mundialista, hará la lectura algo más agradable que el carácter serio más habitual con el que continuaremos.

Imagino que el lector habrá sido capaz de captar el sutil (o no tan sutil) paralelismo con la realidad, pero el conflicto de Irán ha situado la inflación por encima del 4% en EE.UU. y del 3% en la zona euro, iniciando un potencial ciclo de subidas de tipos de interés, convirtiéndose esto en la principal narrativa del mercado, si el ciclo de tipos al alza será más estructural o, por el contrario, será un repunte rápido.

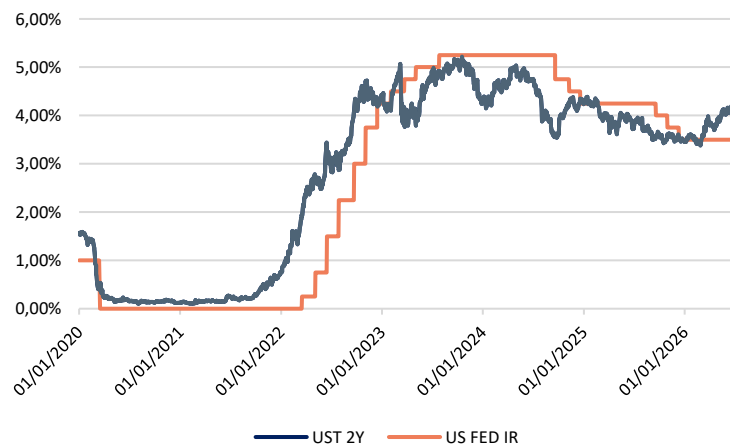
Lo bueno, los resultados empresariales van de *hat trick* en *hat trick*, mostrando una gran fortaleza y siendo la principal razón de que las bolsas estén en máximos, principalmente en los EE. UU., en Europa se nota cierta ralentización y su crecimiento sigue muy por debajo respecto el de empresas norteamericanas. ¿Qué incógnitas nos depara la segunda parte del año? ¿La inflación permitirá que el BCE deje de subir tipos y que la FED se abstenga de hacerlo? Es lo mismo que preguntarse si esta inflación es temporal o va a permanecer. ¿Seguirá fuerte el ciclo de beneficios empresariales y continuará así siendo el motor principal e los mercados? Muchas de estas preguntas dependen directa o indirectamente de que se normalice el tránsito en el estrecho de Ormuz.

Finalmente, nos fijamos en el flamante nuevo presidente de la FED, *Mr. Kevin Warsh*, aunque haya sido puesto por la actual administración, de momento, toma una postura conservadora respecto a los tipos de interés, aunque tampoco podía hacer otra cosa, si hubiera bajado tipos con la inflación subiendo por encima del 4% podría haber ocasionado un recalentamiento que hubiera finalizado más pronto que tarde en un aterrizaje brusco de su economía y sobre todo hubiera ocasionado una crisis de confianza de los mercados financieros cuestionando la independencia de la FED y aunque esta hubiera bajado tipos, se habría producido una huida de los bonos estadounidenses que harían que los tipos medios y largos se dispararan peligrosamente. Mr. Warsh no lo tiene fácil, su jefe es implacable, pero los mercados aún lo son más y deberá de mantener una cierta ortodoxia económica.

Nos espera una segunda parte muy intensa y posiblemente el VAR tendrá que intervenir en múltiples ocasiones, pero son tiempos que se estudiarán en las facultades de Economía del futuro.

Jorge Martret, CFA, CAIA
Director de Inversiones – NORZ Patrimonia

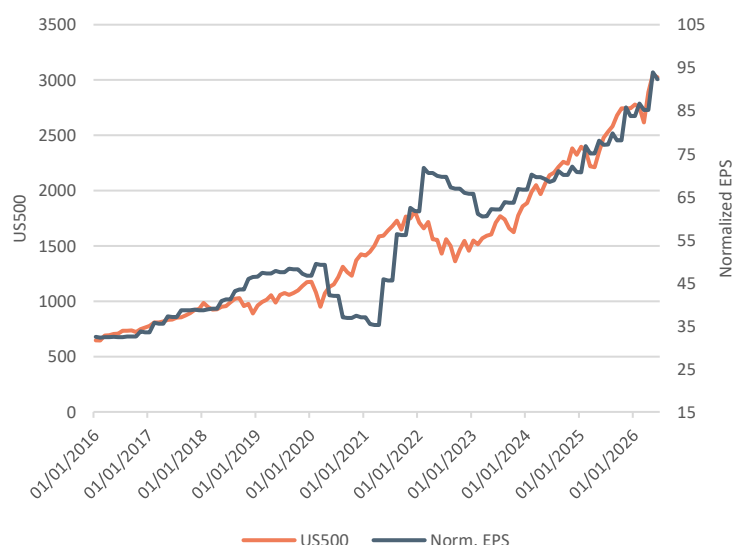
Principales índices - YTD 2026



IPC EEUU - 2019 a 2026



Resultados Empresariales - EEUU





Escenarios 2025

- Escenario Central - Crecimiento:** Escenario de crecimiento, se evita la recesión. Políticas fiscales y monetarias expansivas. Se recupera el ciclo de beneficios empresariales más allá de las 7 magníficas. En Europa los planes de inversiones en infraestructuras comienzan a dar sus frutos. Si bien ni BCE ni FED tienen demasiado recorrido en las bajar tipos, en la práctica vuelven a apoyar al mercado con políticas de QE finalizando varios años de reducciones de balances. China se suma a las políticas expansivas siendo Japón la excepción. La geopolítica se mantiene bajo un control razonable si bien es uno de los factores que puede hacer descarrilar un equilibrio frágil.
- Escenario Optimista - Boom de Productividad:** Vemos un incremento en la productividad de muchos sectores que proviene principalmente de la IA, lo que hace que el ciclo económico y los beneficios empresariales se fortalezcan. Para darse este escenario también deberíamos de ver una cierta estabilidad geopolítica que también ayude al control de la inflación. Recordemos que estamos en un año electoral y la Administración Trump necesita una buena marca económica o podría perder el control de la cámara y el senado.
- Escenario de Riesgo - Tensiones Inflacionarias:** La inestabilidad geopolítica y la guerra comercial hace los metales preciosos y materias primas varias sigan subiendo, la FED y el BCE dan por cerradas las bajadas de tipos e incluso se pueden plantear subidas durante el año que viene. Las curvas de tipos se tensionan y empeoran la situación de la deuda soberana de EE.UU, Reino Unido, Europa y Japón. El Oro puede llegar a niveles por encima de los 5000 dólares la onza.
- Escenarios de Riesgo - Pinchazo de la IA:** Una rebaja de las expectativas de rentabilidad de la IA sobre el CAPEX invertido puede pinchar un escenario de crecimiento. Aunque la IA a largo plazo vaya a ser una nueva revolución industrial, a corto plazo se ralentizarían las inversiones en CAPEX y las expectativas de crecimiento se revisarían a la baja. Esto ocasionaría fuertes pérdidas en los mercados ya que las 7 Magníficas han sido la que han explicado la mayor parte del incremento en beneficios corporativos. Podría, incluso, ser el origen de una recesión de suministros que disparen los precios de materias primas y de energía.

			Escenario Central	Escenario Optimista	Escenario de Riesgo	Escenario de Riesgo
			"CRECIMIENTO"	Boom de Productividad	Tensiones Inflacionarias	Pinchazo IA
			MEDIA - ALTA	MEDIA - BAJA	MEDIA	MEDIA-BAJA
PROBABILIDAD ESCENARIO						
Divisa	Cierre 2024	Precio Actual				
EUR/USD	1,1746	1,1422	1,2000	1,1500	1,2500	1,3000
% Impacto precio		2,76%	5,06%	0,68%	9,44%	13,82%
Mercado Monetario						
EURIBOR EUR 12M	2,24	2,73	2,25	4,00	4,50	1,00
Impacto precio		0,49	-0,48	1,27	1,77	-1,73
LIBOR USD 12M	3,47	3,97	3,50	5,00	6,00	1,00
Impacto precio		0,50	-0,47	1,03	2,03	-2,97
Renta Fija						
Bono 10A. Alem.	2,86	2,86	3,00	3,00	4,00	2,00
Impacto precio		0,00	0,14	0,14	1,14	-0,86
Bono 10A. EEUU	4,17	4,47	4,20	5,00	6,00	2,00
Impacto precio		0,30	-0,27	0,53	1,53	-2,47
Renta Variable						
EuroStoxx 50	5.791,41	6.328,09	6.300	6.900	5.200	4.500
% Impacto precio		8,48%	-0,44%	9,04%	-17,83%	-28,89%
Stoxx 600	592,19	641,73	640	685	525	475
% Impacto precio		8,37%	-0,27%	6,74%	-18,19%	-25,98%
S&P 500	6.845,50	7.499,36	7.500	7.900	6.000	5.200
% Impacto precio		9,55%	0,01%	5,34%	-19,99%	-30,66%
World Index	4.430,38	4.825,50	4.800	5.150	4.000	3.500
% Impacto precio		8,92%	-0,53%	6,72%	-17,11%	-27,47%
Materias primas						
Petróleo (BRENT)	60,85 USD	72,92 USD	60,00 USD	65,00 USD	60,00 USD	40,00 USD
% Impacto precio		19,84%	-17,72%	-10,86%	-17,72%	-45,15%
Oro (USD/Onza)	4.319,37 USD	4.008,02 USD	4.500 USD	4.000 USD	6.000 USD	7.000 USD
% Impacto precio		-7,21%	12,27%	-0,20%	49,70%	74,65%



Renta Fija y Tipos de Interés

Tipos Intervención.

AREA	OFICIAL (MAIN REFIN. RATE)	DEPO FACILITY
BCE ZONA EURO	2,40	2,25
AREA	BANDA INFERIOR	BANDA SUPERIOR
RESERVA FEDERAL (EEUU)	3,50	3,75
AREA	BOE OFFICIAL RATE	
BOE (REINO UNIDO)	3,75	
AREA	POLICY BALANCE RATE	
BOJ (JAPAN)	1,00	

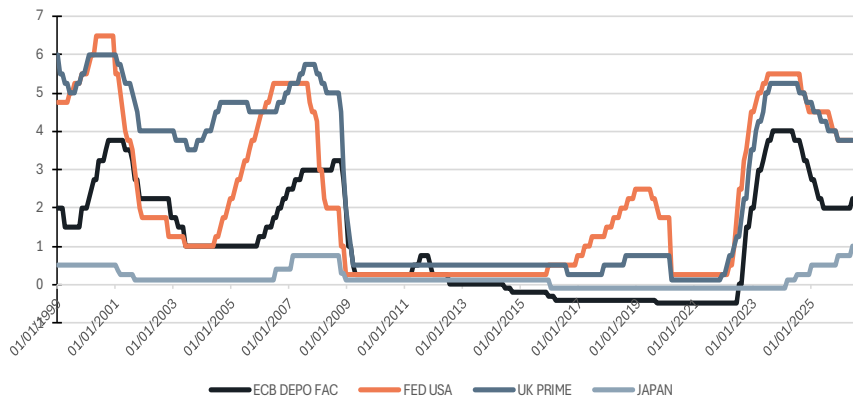
Spreads de Crédito.

Spreads de Crédito Corp.	30/06/2026	31/12/2025	+/- (PB)
CDS Europa Inv Grade	51,82	50,66	1,16
CDS Europa HY	246,32	244,24	2,08
CDS USA Inv Grade	50,72	50,01	0,71
CDS USA HY	2,56	2,36	0,20
CDS Fin Senior	54,40	54,34	0,06
CDS Fin Subordinado	88,87	92,94	-4,07
CDS Emerging Mkts.	142,43	124,30	18,13

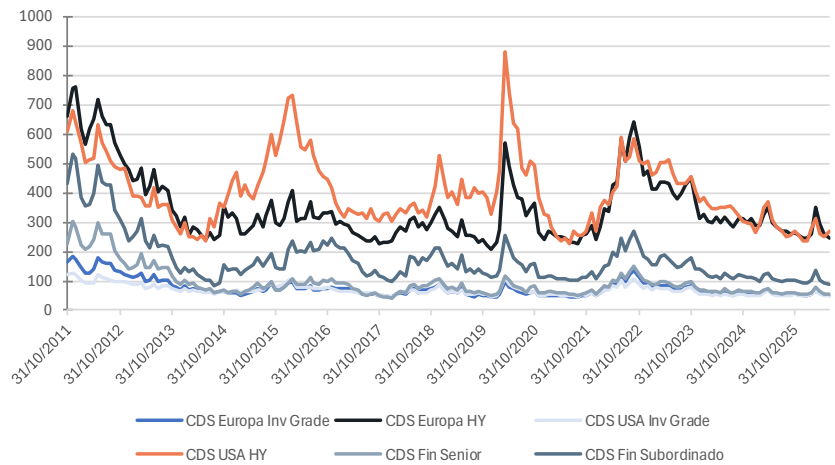
Mercado Monetario.

Divisas/EUR	30/06/2026	31/12/2025	+/-
DOLAR	1,1422	1,1746	-2,76%
YEN JAPONES	185,6800	184,0100	0,91%
FRANCO SUIZO	0,9232	0,9307	-0,81%
LIBRA ESTERLINA	0,8613	0,8717	-1,19%
Tipos Cortos	30/06/2026	31/12/2025	+/- P.B.
USA 3m	3,69%	3,51%	17,39
USA 12m	3,97%	3,47%	50,47
EURO 3m	2,32%	2,03%	29,80
EURO 6m	2,57%	2,11%	46,10
Tipos Largos	30/06/2026	31/12/2025	+/- P.B.
USA	4,47%	4,17%	29,82
Alemania	2,86%	2,86%	0,50
España	3,34%	3,29%	5,60
Italia	3,63%	3,55%	7,90
Grecia	3,54%	3,44%	9,60
Portugal	3,24%	3,15%	9,30

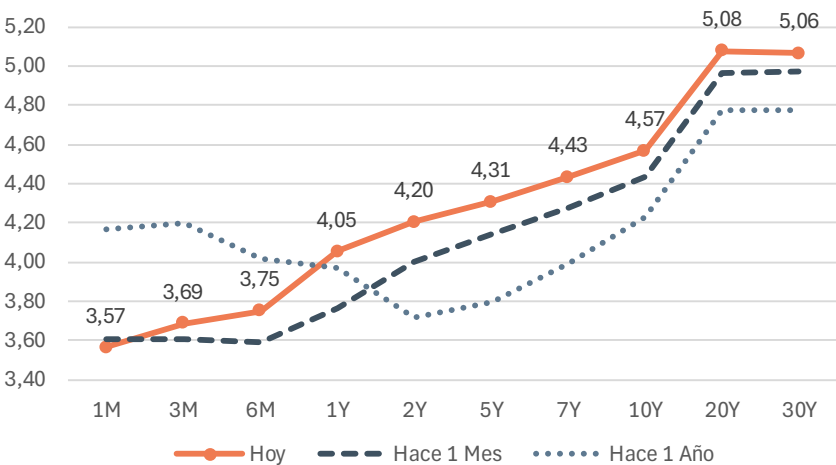
Evolución de Tipos Oficiales.



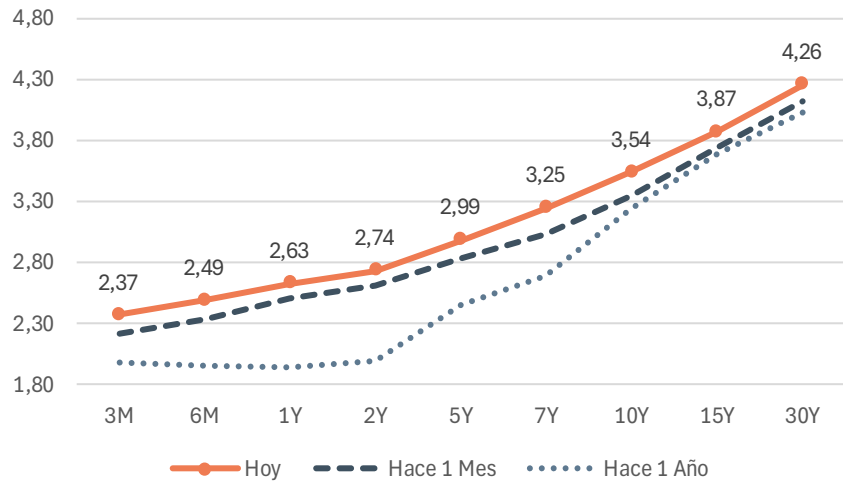
Spreads de Crédito.



Curva de Tipos – EEUU.



Curva de Tipos – ESPAÑA.



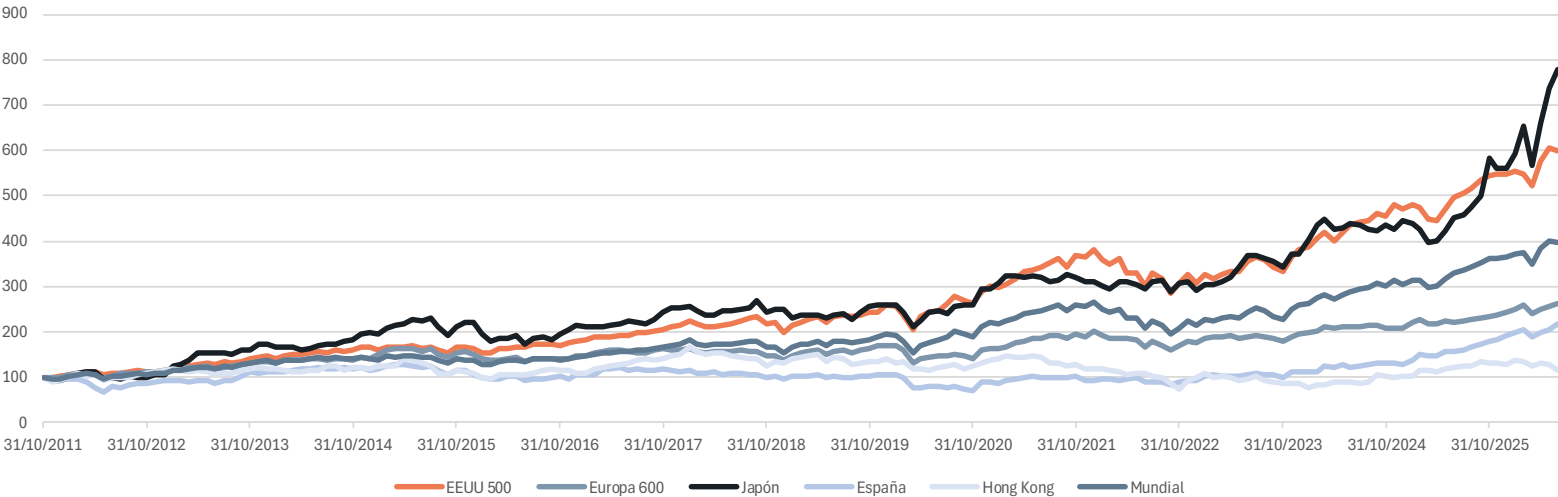


Renta Variable

Principales índices de Renta Variable.

Región	Índice	Precio	YTD %	MTD%	Ult. 12m Ret%	Ult. 3m Ret%	PER Ratio	PER Est.	EV/EBITDA	Rent Div%
Europa	España	19.223,90	12,50%	6,04%	36,54%	6,02%	17,82	14,64	9,05	3,53
	Europa	6.226,74	9,27%	4,59%	15,91%	5,30%	17,74	15,87	11,44	2,79
	Alemania	25.002,55	2,06%	-0,43%	3,29%	3,83%	17,12	16,18	8,90	2,59
	Francia	8.283,10	3,12%	2,70%	6,65%	0,23%	18,69	15,01	10,92	3,08
	Italia	52.012,03	3,29%	3,29%	29,44%	10,45%	20,08	13,94	8,25	4,01
	Reino Unido	10.544,65	5,70%	0,84%	19,09%	-0,61%	15,65	13,12	8,30	3,15
	Europa 600	638,47	8,37%	2,51%	17,00%	4,07%	17,63	15,60	10,51	2,99
EEUU	Industriales	52.456,53	8,85%	2,52%	18,57%	9,49%	25,44	22,34	15,33	1,49
	Tecnología	29.164,46	19,91%	-0,19%	28,47%	17,11%	36,77	26,35	17,84	0,56
	EEUU 500	7.459,33	9,55%	-1,06%	19,82%	9,97%	27,62	21,95	15,25	1,08
Japón	Japón	66.819,05	39,18%	5,63%	67,80%	19,54%	24,23	23,26	14,35	1,27
Emergentes	Hong Kong	24.199,46	-10,73%	-9,14%	0,21%	-6,54%	12,62	11,00	9,31	3,09
	China	3.970,88	3,16%	0,63%	13,54%	-0,60%	19,80	14,10	17,71	2,18
	India	76.503,60	-10,23%	0,03%	-8,42%	-0,17%	21,64	19,94	13,72	1,46
	Mexico	4.179,98	4,44%	-2,10%	18,27%	-4,45%	14,40	12,98	6,40	3,82
	Brasil	171.178,47	6,76%	-1,01%	22,88%	-10,94%	11,48	8,51	5,03	6,33
	Emergentes	1.687,35	22,68%	-1,67%	37,01%	9,60%	18,49	12,30	8,76	1,98
Global	Índice Mundial	4.843,38	8,92%	-0,80%	20,18%	8,64%	24,78	20,52	14,01	1,51

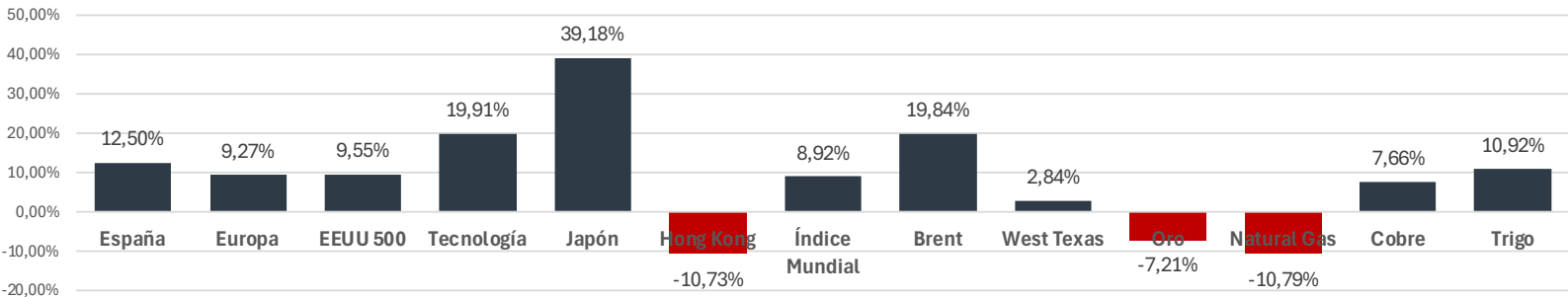
Principales índices de Renta Variable.



Commodities.

Commodity	30/06/2026	31/12/2025	+/-	Commodity	30/06/2026	31/12/2025	+/-
Brent	72,92	60,85	19,84%	Natural Gas	3,275	3,671	-10,79%
West Texas	59,05	57,42	2,84%	Cobre	13375	12423	7,66%
Oro	4008,02	4319,37	-7,21%	Trigo	589,25	531,25	10,92%

Rentabilidad por Activos.





2. Carteras Modelo

- Cartera Renta Variable Directa.
- Carteras Modelo de Fondos.
 - 100% Renta Variable.
 - 75% Renta Variable.
 - 50% Renta Variable.
 - 35% Renta Variable.
 - 15% Renta Variable.
 - Renta Fija.



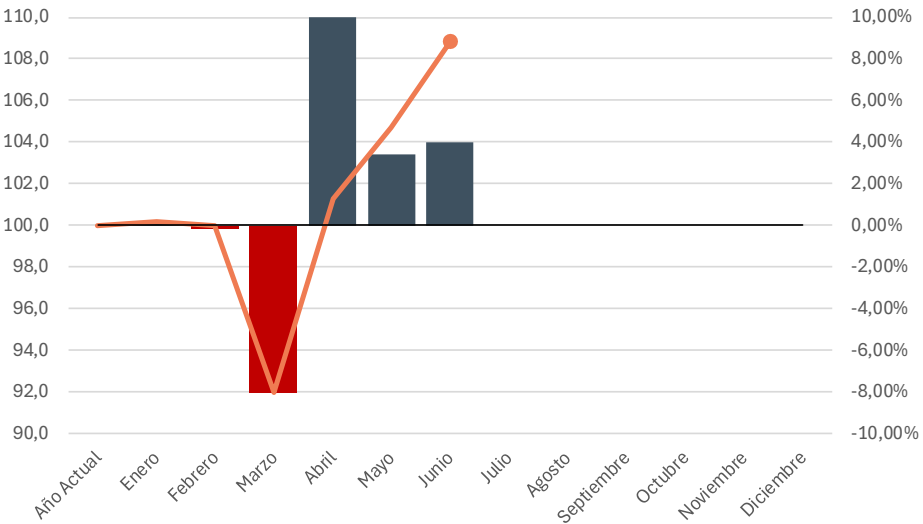


Cartera Modelo Renta Variable Directa

La cartera invierte el 100% de sus activos en renta variable. El objetivo es generar rentabilidades positivas a medio y largo plazo mediante la aplicación de análisis fundamental. Para ello se identifican las inversiones más atractivas y adecuadas para cada momento del ciclo económico.

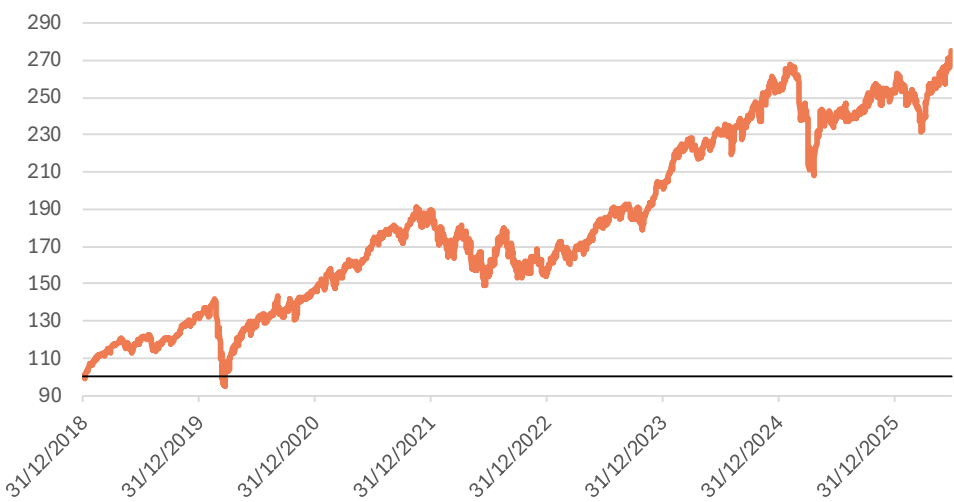
Año Actual	Rentabilidad
Enero	0,15%
Febrero	-0,15%
Marzo	-8,07%
Abril	10,16%
Mayo	3,40%
Junio	3,96%
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	8,87%
Volatilidad Anualizada	13,29%

Rentabilidad acumulada 2026.

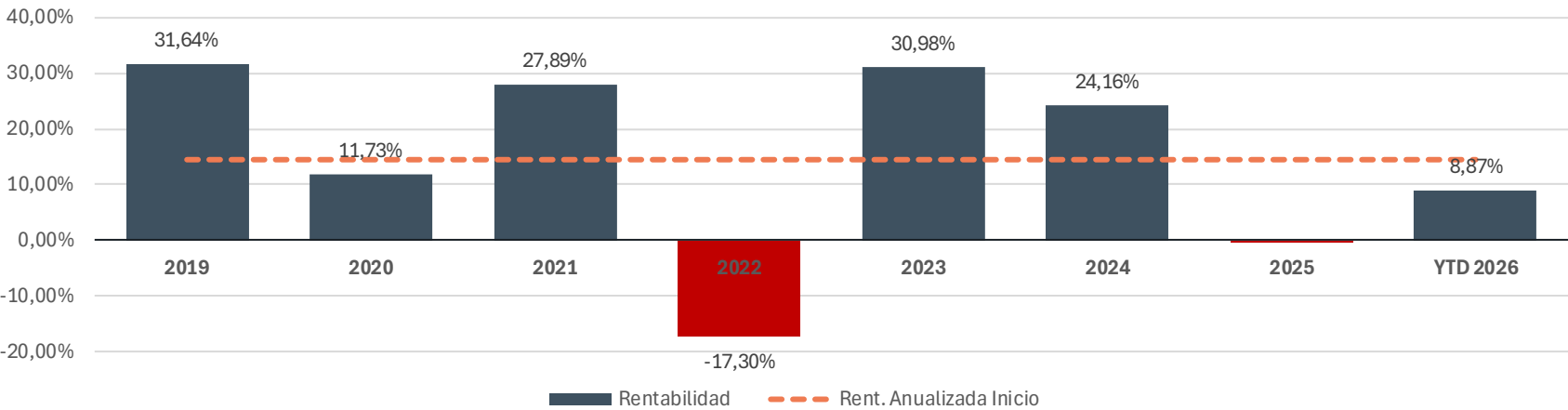


Año	Rentabilidad
2019	31,64%
2020	11,73%
2021	27,89%
2022	-17,30%
2023	30,98%
2024	24,16%
2025	-0,08%
YTD 2026	8,87%
Rent. Anualizada Inicio	14,45%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



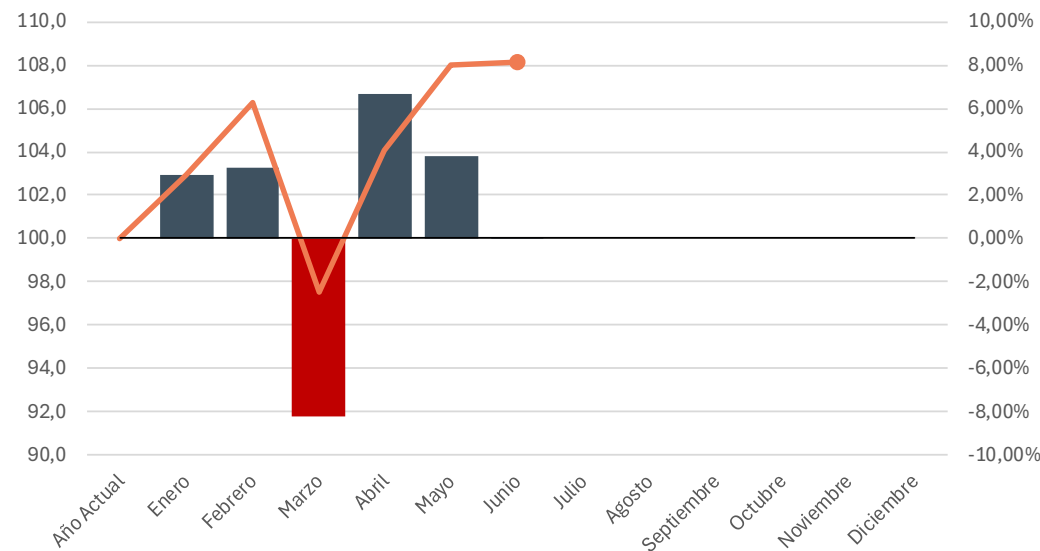


Cartera Modelo Fondos - 100% RV

La cartera invierte el 100% de sus activos en renta variable. El objetivo es generar rentabilidades positivas a medio y largo plazo mediante la aplicación de análisis fundamental. Para ello se identifican las inversiones más atractivas y adecuadas para cada momento del ciclo económico.

Año Actual	Rentabilidad
Enero	2,94%
Febrero	3,24%
Marzo	-8,21%
Abril	6,70%
Mayo	3,80%
Junio	0,08%
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	8,12%
Volatilidad Anualizada	7,19%

Rentabilidad acumulada 2026.

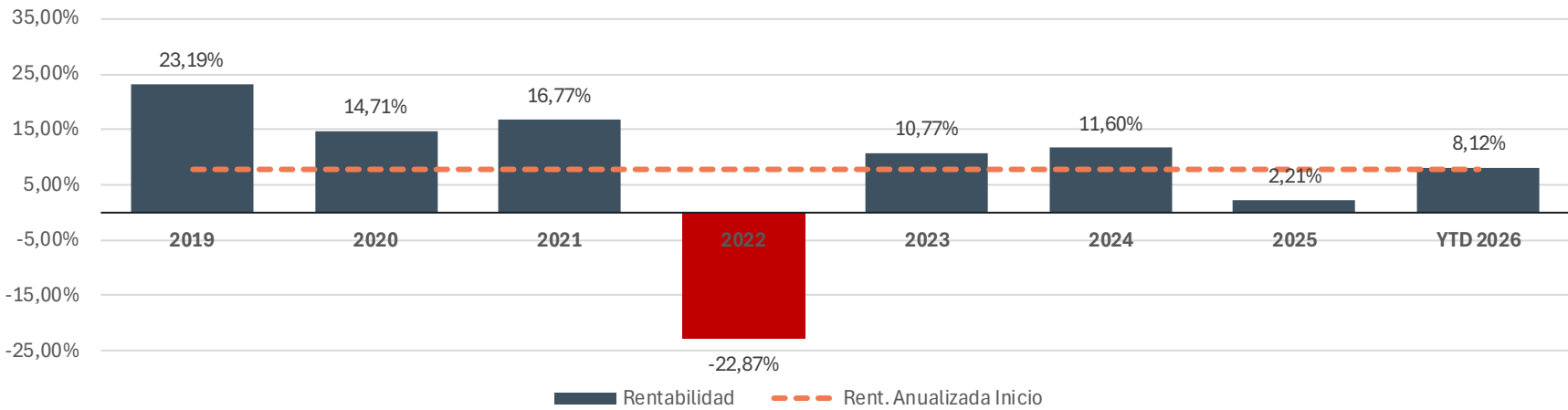


Año	Rentabilidad
2019	23,19%
2020	14,71%
2021	16,77%
2022	-22,87%
2023	10,77%
2024	11,60%
2025	2,21%
YTD 2026	8,12%
Rent. Anualizada Inicio	7,65%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



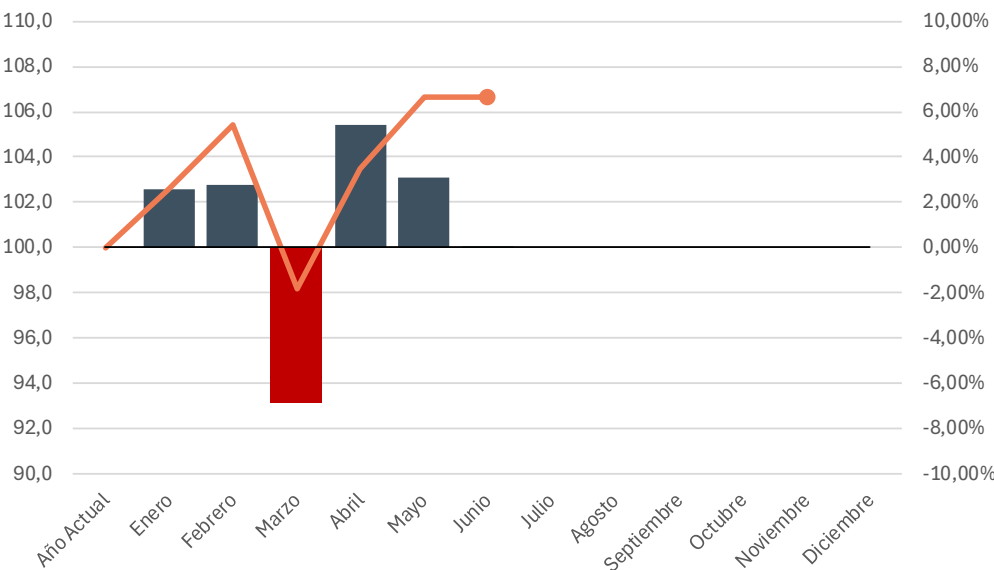


Cartera Modelo Fondos - 75% RV

Esta cartera puede estar invertida hasta un 100% en Renta Variable, siendo su posición neutral de 75%..

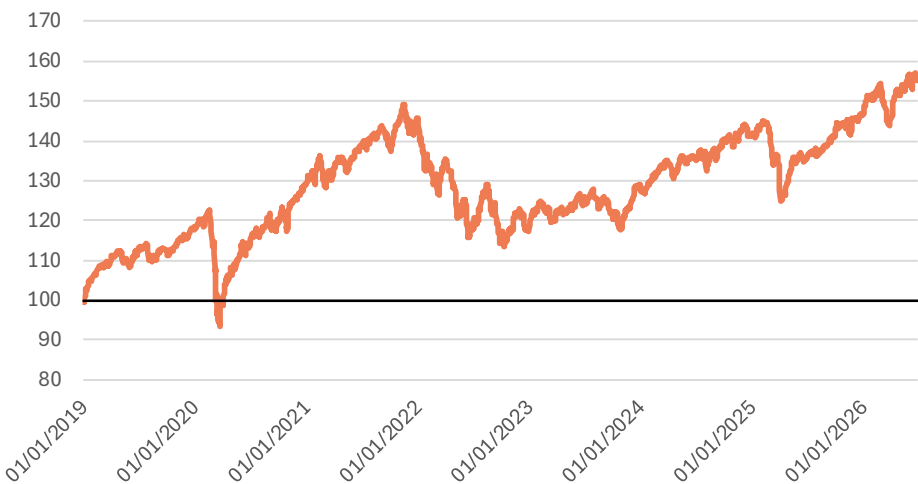
Año Actual	Rentabilidad
Enero	2,56%
Febrero	2,77%
Marzo	-6,89%
Abril	5,41%
Mayo	3,07%
Junio	0,02%
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	6,65%
Volatilidad Anualizada	6,11%

Rentabilidad acumulada 2026.

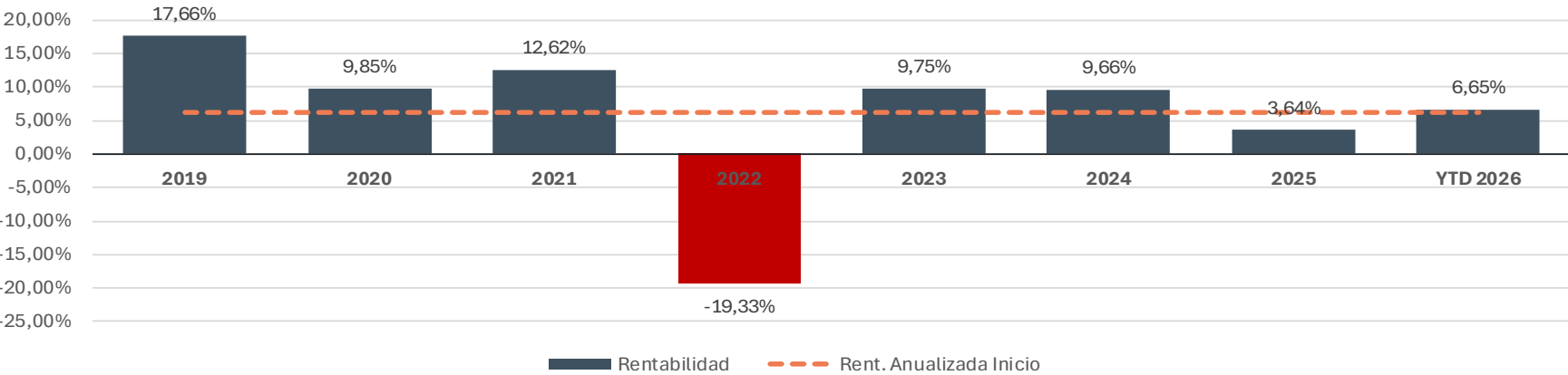


Año	Rentabilidad
2019	17,66%
2020	9,85%
2021	12,62%
2022	-19,33%
2023	9,75%
2024	9,66%
2025	3,64%
YTD 2026	6,65%
Rent. Anualizada Inicio	6,13%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



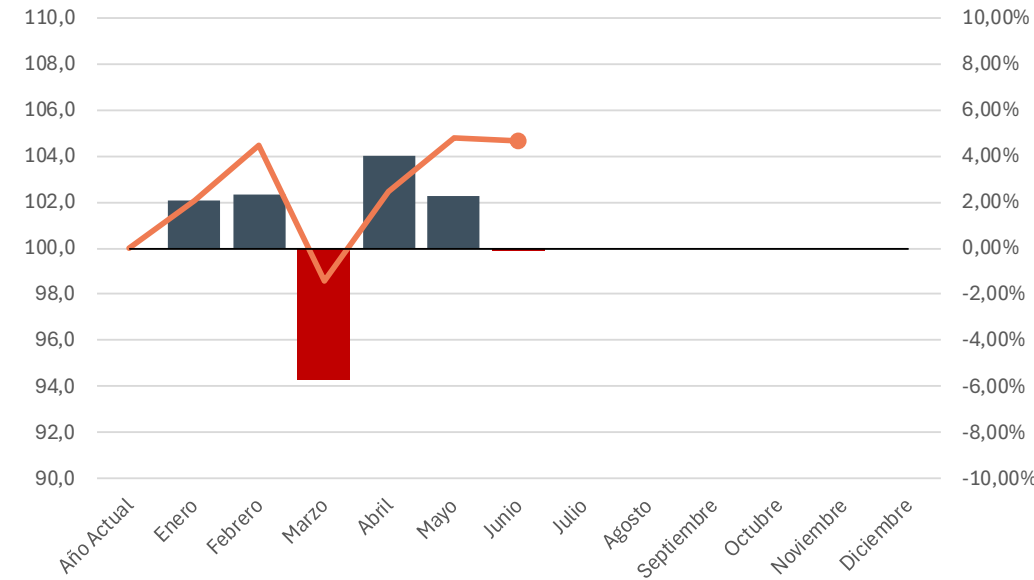


Cartera Modelo Fondos - 50% RV

Esta cartera puede estar invertida hasta un 75% en Renta Variable, siendo su posición neutral de 50%

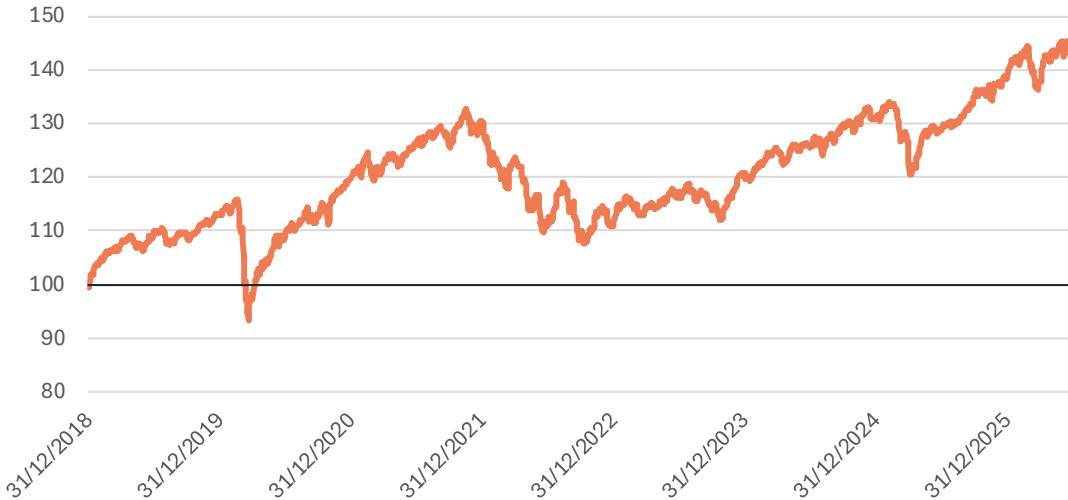
Año Actual	Rentabilidad
Enero	2,11%
Febrero	2,33%
Marzo	-5,69%
Abril	4,01%
Mayo	2,25%
Junio	-0,13%
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	4,67%
Volatilidad Anualizada	5,08%

Rentabilidad acumulada 2026.

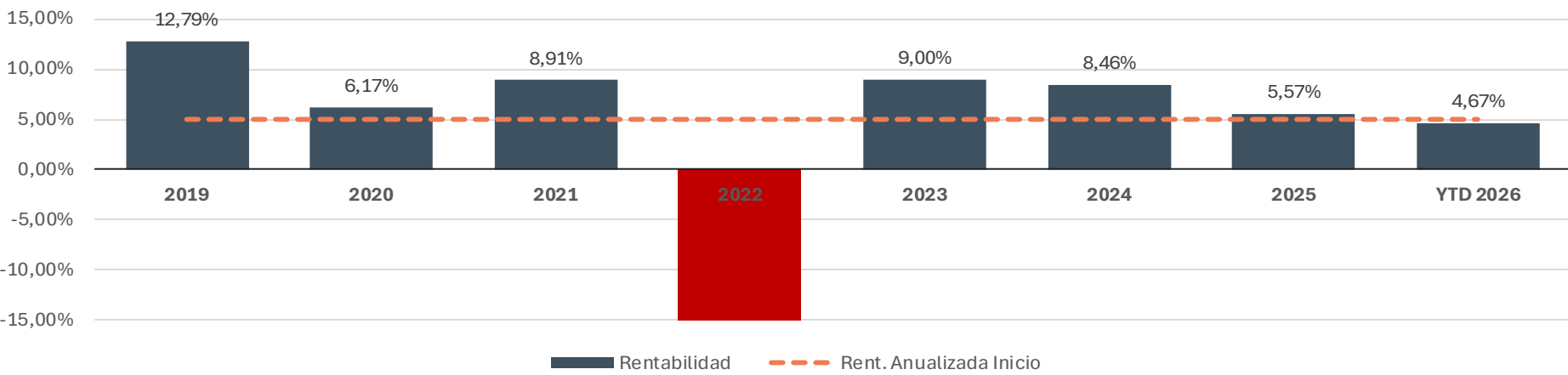


Año	Rentabilidad
2019	12,79%
2020	6,17%
2021	8,91%
2022	-15,04%
2023	9,00%
2024	8,46%
2025	5,57%
YTD 2026	4,67%
Rent. Anualizada Inicio	5,05%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



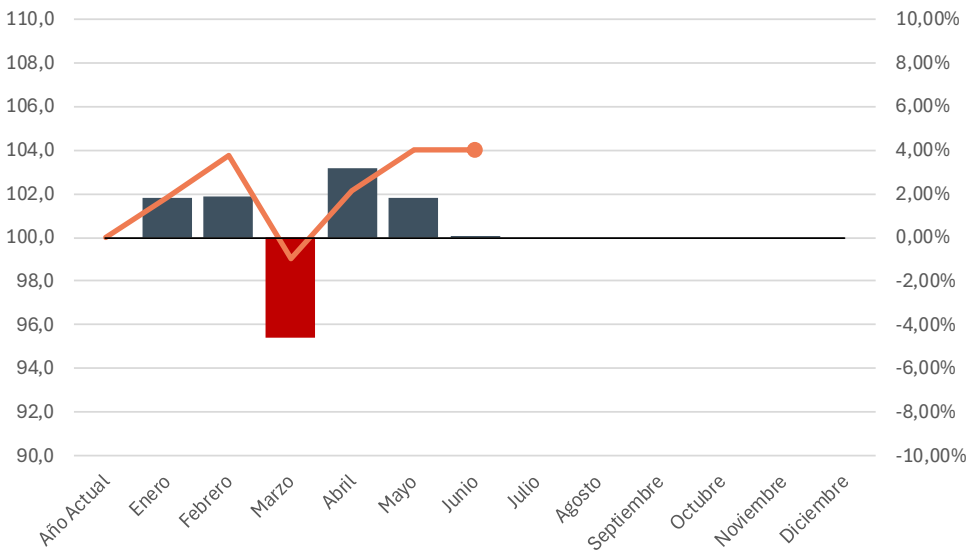


Cartera Modelo Fondos - 35% RV

Esta cartera puede estar invertida hasta un 50% en Renta Variable, siendo su posición neutral de 35%

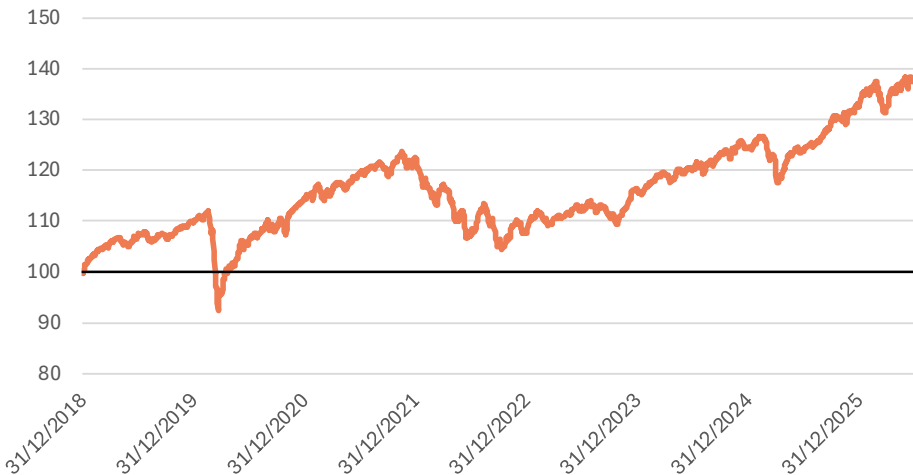
Año Actual	Rentabilidad
Enero	1,85%
Febrero	1,90%
Marzo	-4,61%
Abril	3,17%
Mayo	1,82%
Junio	0,05%
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	4,05%
Volatilidad Anualizada	4,28%

Rentabilidad acumulada 2026.

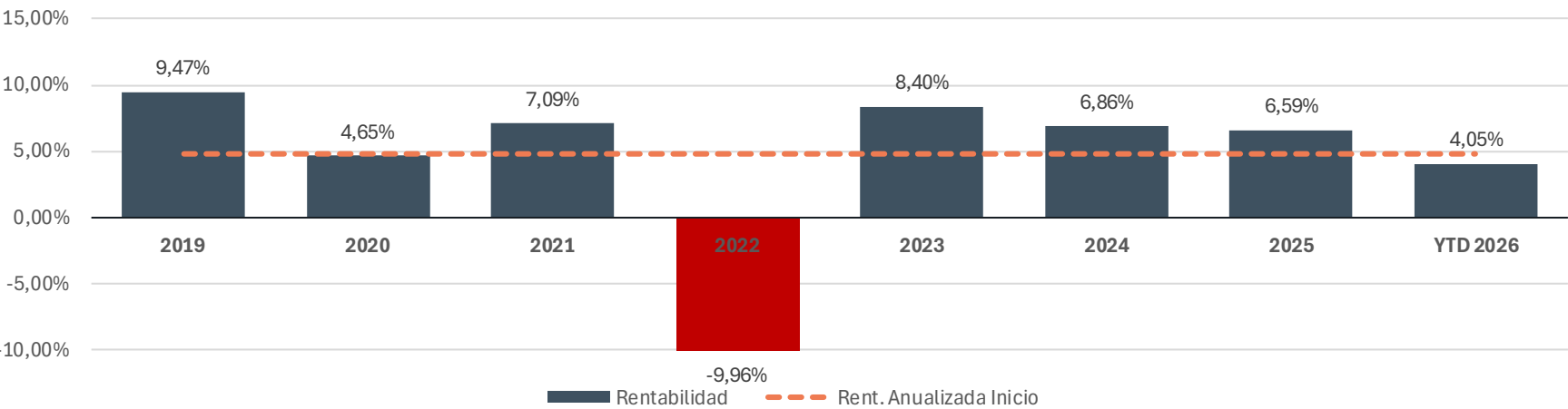


Año	Rentabilidad
2019	9,47%
2020	4,65%
2021	7,09%
2022	-9,96%
2023	8,40%
2024	6,86%
2025	6,59%
YTD 2026	4,05%
Rent. Anualizada Inicio	4,78%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



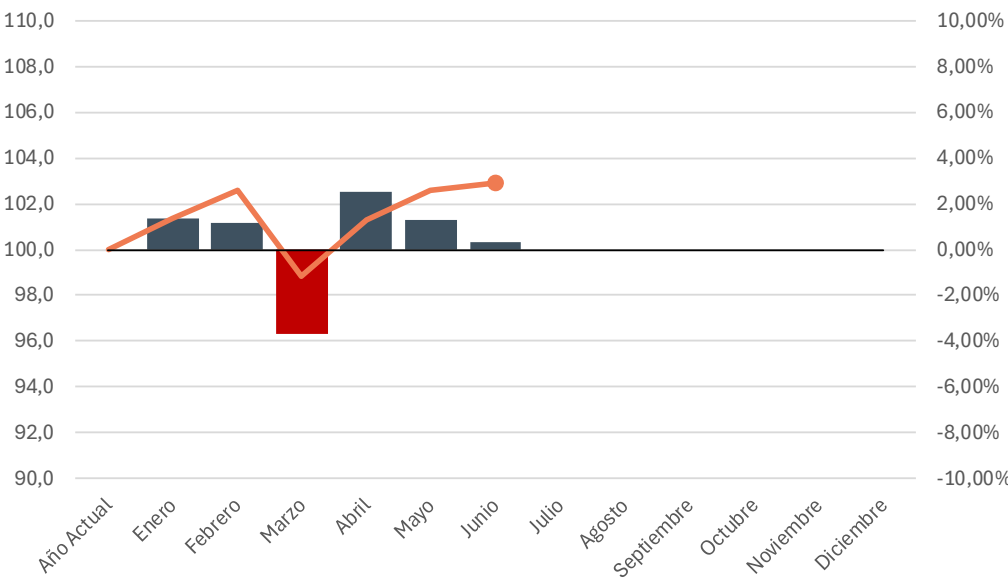


Cartera Modelo Fondos - 15% RV

Esta cartera puede estar invertida hasta un 25% en Renta Variable, siendo su posición neutral de 15%

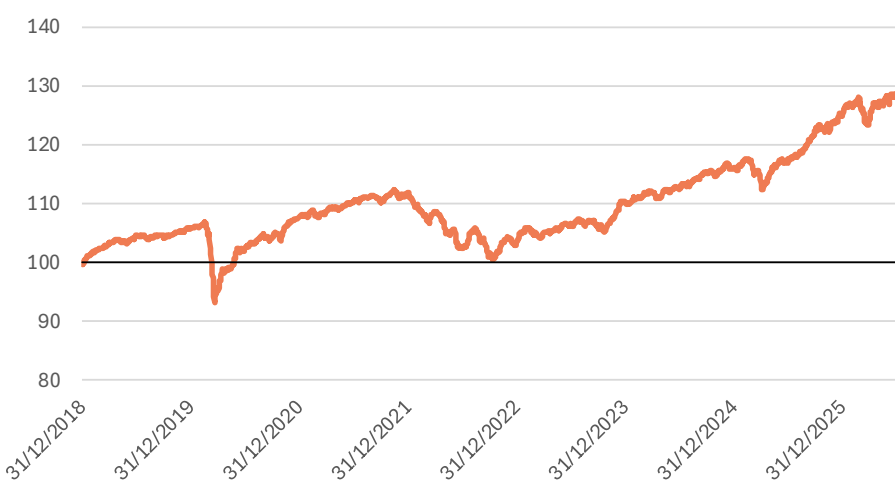
Año Actual	Rentabilidad
Enero	1,37%
Febrero	1,20%
Marzo	-3,67%
Abril	2,52%
Mayo	1,28%
Junio	0,32%
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	2,93%
Volatilidad Anualizada	3,38%

Rentabilidad acumulada 2026.

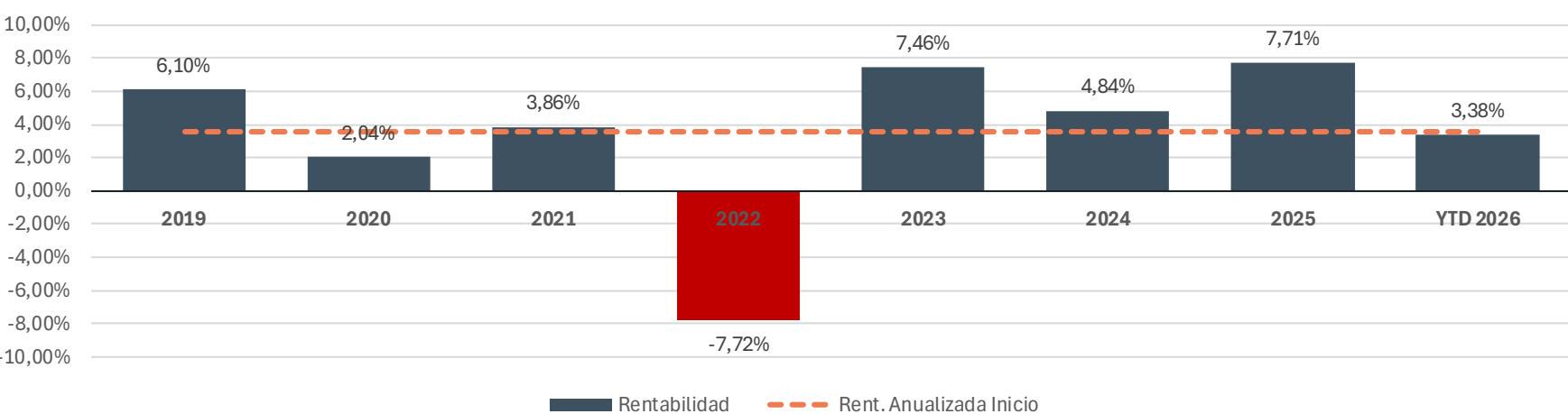


Año	Rentabilidad
2019	6,10%
2020	2,04%
2021	3,86%
2022	-7,72%
2023	7,46%
2024	4,84%
2025	7,71%
YTD 2026	3,38%
Rent. Anualizada Inicio	3,58%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.



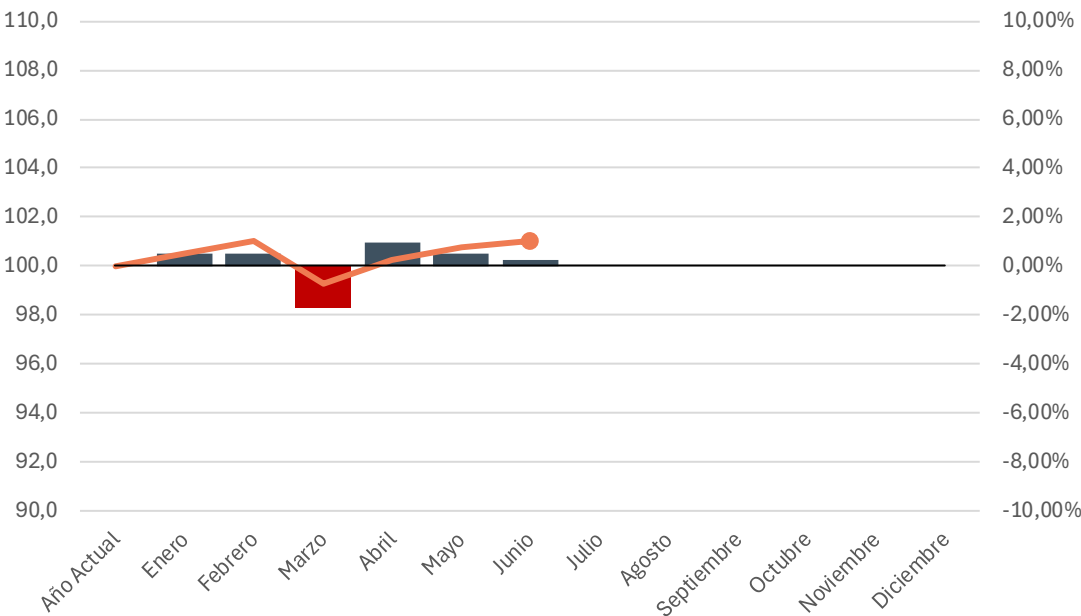


Cartera Modelo Fondos – 100% RF

La cartera invierte el 100% de sus activos en renta fija. El objetivo es generar rentabilidades positivas a medio y largo plazo mediante la aplicación de análisis fundamental. Para ello se identifican las inversiones más atractivas y adecuadas para cada momento del ciclo económico.

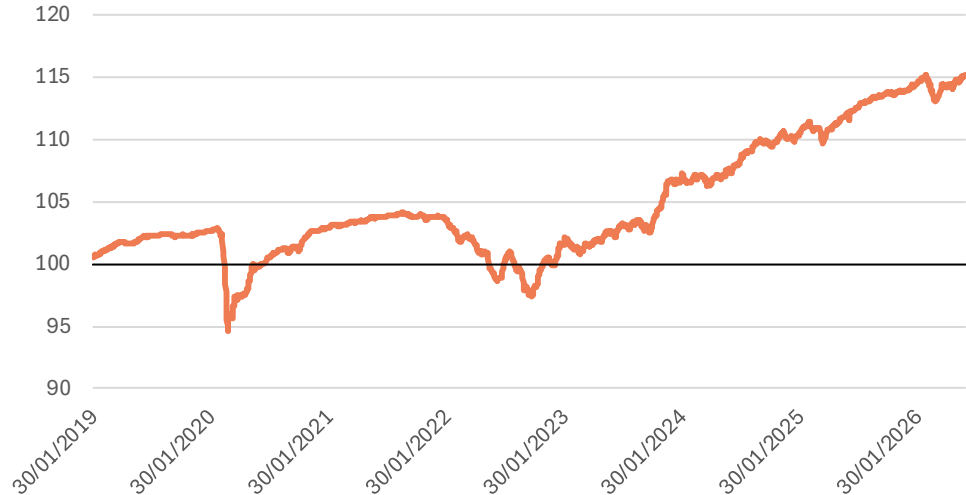
Año Actual	Rentabilidad
Enero	0,49%
Febrero	0,52%
Marzo	-1,72%
Abril	0,96%
Mayo	0,52%
Junio	0,26%
Julio	
Agosto	
Septiembre	
Octubre	
Noviembre	
Diciembre	
Rentabilidad Total	1,01%
Volatilidad Anualizada	1,09%

Rentabilidad acumulada 2026.

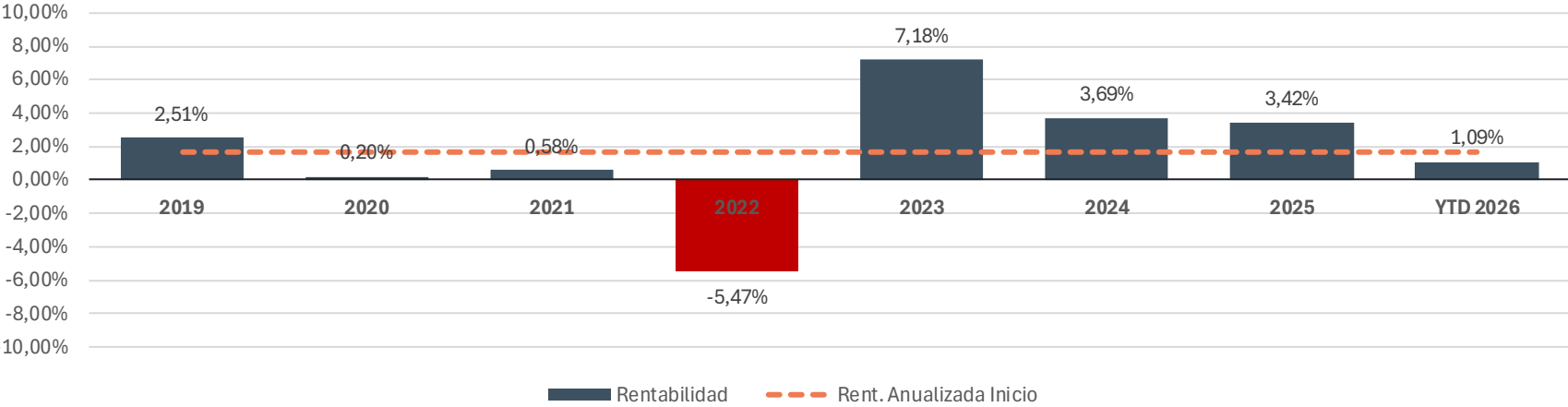


Año	Rentabilidad
2019	2,51%
2020	0,20%
2021	0,58%
2022	-5,47%
2023	7,18%
2024	3,69%
2025	3,42%
YTD 2026	1,09%
Rent. Anualizada Inicio	1,70%

Rentabilidad acumulada desde inicio.



Rentabilidad Anual desde Inicio.





3. Vehículos Asesorados

- Vehículos Asesorados.



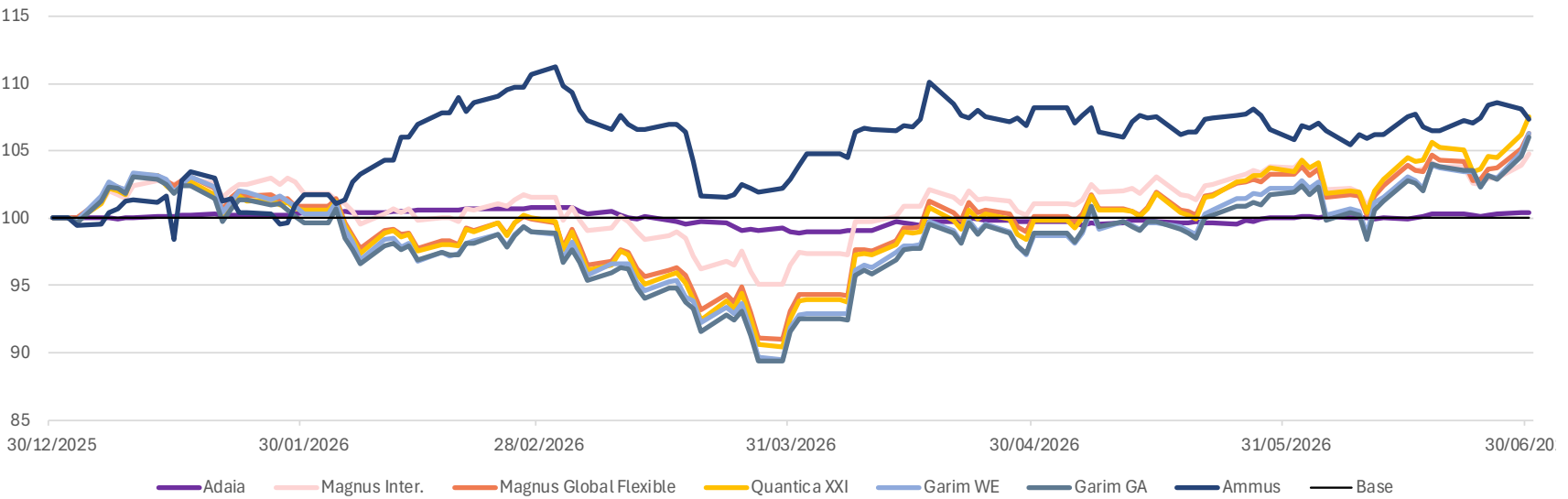


Vehículos Asesorados.

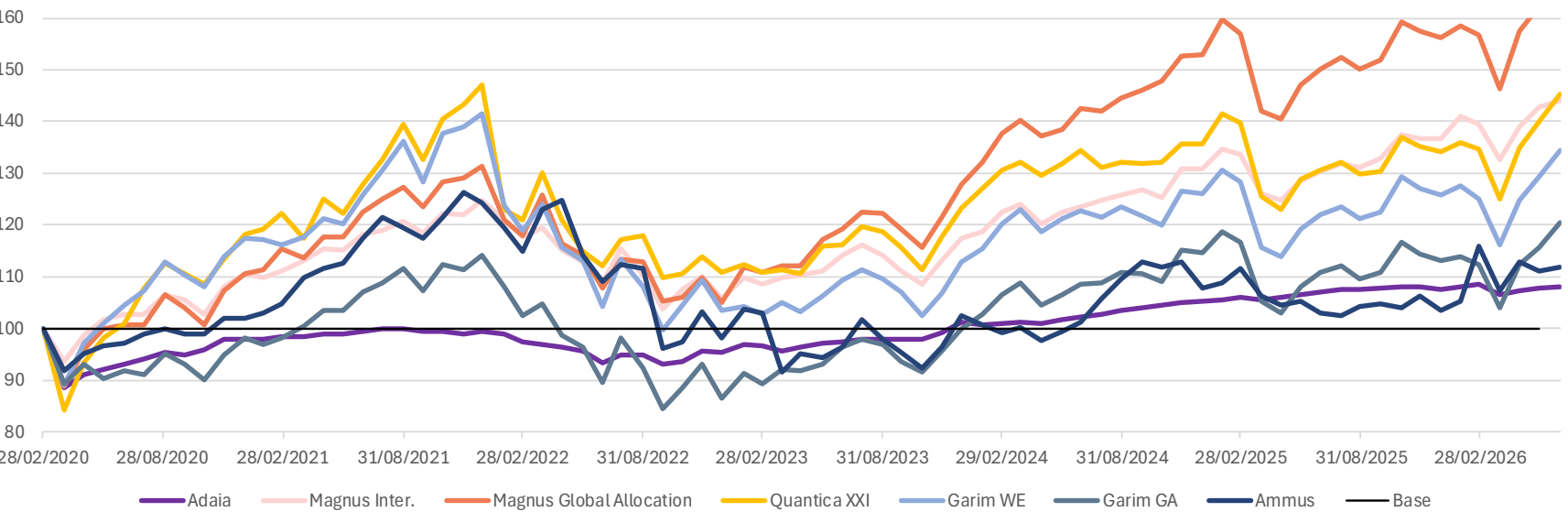
Resumen Rentabilidad Vehículos.

Vehículo	ISIN	Categoría	Precio	YTD %	MTD%	Ult. 12m Ret%	Ult. 3m Ret%
Adaia Inversiones SICAV	ES0110192038	Renta Fija Global	10,27	0,44%	0,44%	0,97%	1,47%
Magnus International Allocation	ES0126969007	Mixto Global	13,78	5,37%	0,95%	9,38%	7,14%
Magnus Global Flexible	ES0175917030	Renta Variable Global	2,07	7,02%	2,95%	9,82%	12,35%
Quantica XXI	ES0145845030	Renta Variable Global	7,55	8,34%	3,72%	9,38%	13,70%
Garim World Equity	LU0673562095	Renta Variable Global	1.905,32	6,87%	3,93%	8,55%	12,56%
Garim Global Allocation	LU0981835407	Renta Variable Global	1.018,03	6,53%	4,19%	7,38%	13,25%
Ammus Gestió SICAV	ES0109203010	Renta Variable REITs	11,53	8,04%	0,73%	9,42%	4,24%

Evolución YTD 2026.



Evolución 5 Años.





Disclaimer

Este documento está escrito únicamente a título informativo. No constituye una oferta para comprar o vender ningún producto financiero ni para participar en cualquier estrategia particular de negocio alguna en cualquier jurisdicción. No constituye, ni podrá ser utilizado, como forma alguna de compromiso o contrato por parte Norz Patrimonia y no genera obligación legal alguna para dicha Entidad.

Este es un documento comercial y como tal las opiniones contenidas en el mismo no deben considerarse asesoramiento o recomendación de comprar o vender acciones. Queda a discreción del lector, basarse en información contenida en este material.

Debe señalarse que el valor de las inversiones y sus rendimientos pueden fluctuar en función de las condiciones del mercado y los acuerdos fiscales, y los inversores pueden no recuperar el importe íntegro invertido. La inversión en los Fondos conlleva riesgos y puede no ser adecuada para usted. Los cambios en los tipos de cambio pueden tener un efecto desfavorable sobre el valor, precio o rendimiento de los fondos o de las inversiones subyacentes extranjeras. Los resultados y rentabilidades pasadas no constituyen una indicación fiable de los resultados futuros. No se garantiza que cualquier previsión realizada se materialice. Por otra parte, aunque nuestra intención consiste en lograr el objetivo de inversión del fondo de inversión, no podemos garantizar que dicho objetivo vaya a cumplirse.

El informe no está dirigido, o destinado a la distribución ni a ser utilizado por cualquier persona o Entidad que sea ciudadano, o residente, o que esté localizado en cualquier jurisdicción en la que la distribución, publicación, disponibilidad o uso del informe sean contrarios a la legislación aplicable, o que implique para Norz Patrimonia cualquier obligación de registro o de autorización dentro de dicha jurisdicción a la que no se esté dando cumplimiento.

La información suministrada en este documento representa la opinión de Norz Patrimonia y, a pesar de que está basada en criterios objetivos y se ha obtenido de fuentes consideradas fiables, no garantizamos su exactitud ni que ésta sea completa o veraz y no debería basarse en la misma para tomar su decisión de inversión. Dicha opinión queda expresada en la fecha de emisión del documento, sujeta a los cambios experimentados por los mercados. Norz Patrimonia no se responsabiliza de la toma de decisiones que se fundamenten en esta información.

Fuentes: Centro de Inversiones Norz Patrimonia; Bloomberg, Morningstar,... y elaboración propia.

Copyright © 2020 Norz Patrimonia EAF. All rights reserved. © Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo consentimiento previo por escrito de Norz Patrimonia EAF.

