



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

**ANÁLISIS DEL PERFORMANCE EN LA
GESTIÓN DE UNA CARTERA:
-APLICACIÓN PRÁCTICA A UNA CARTERA
REAL DE RENTA VARIABLE INTERNACIONAL-**

Autor: Antonio Feito Martínez
Director: María Coronado Vaca

**Madrid
Marzo 2015**



RESUMEN

Durante siglos, la sociedad, en particular la occidental, ha tratado de ganar dinero para su riqueza personal. Con el desarrollo de las Instituciones de Inversión Colectiva a nivel mundial y en particular en España, se ha contribuido a poder satisfacer las necesidades de los inversores con distintos tipos de fondos. La presente investigación trata de analizar la gestión del profesional encargado de un Fondo de Inversión, siguiendo sus características generales y el proceso de inversión para evaluar el rendimiento de la cartera, observando si influye la labor del gestor de carteras en el rendimiento del Fondo. Para ello se realiza una inversión en cartera de un activo de renta variable, evaluando el rendimiento de la cartera, en términos de incorporación de riesgo y de rentabilidad a la cartera, manteniendo un equilibrio del binomio rentabilidad-riesgo. Para finalizar, observamos generación de valor en la cartera, haciendo estrategias con la volatilidad de la misma.

PALABRAS CLAVE: Gestión de carteras, Fondo de Inversión, generación de valor, VaR, rentabilidad, riesgo

ABSTRACT

Western societies have sought to increase their personal wealth by earning more and more money. The development of Collective Investment Institutions worldwide and in particular in Spain, has enabled (it's for a person, put "allowed" instead) to meet the needs of investors with the different investment options, including investment funds. This paper attempts to analyse the management style of a Fund Manager, following the general characteristics and investment process of an investment fund, observing how it influences the job of the Manager on the on (delete one "on") the Fund's performance. In order to investigate so, an equity asset will be incorporated into my portfolio, evaluating the performance of the Fund in terms of risk incorporation and return given, balancing the risk-return ratio. Finally, we notice the creation of value in the Fund, by making strategies with its volatility.

KEY WORDS: Portfolio Management, Investment fund, value creation, VaR, performance, risk



LISTA DE ACRÓNIMOS

Índice de abreviaturas:

ATM	At The Money
BCE (ECB):	Banco Central Europeo
CNMV:	Comisión Nacional de Valores
FI :	Fondo de Inversión
FIM:	Fondo de Inversión Mobiliaria
FMM:	Fondos del Mercado Monetario
IIC :	Institución de Inversión Colectiva
INVERCO:	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
ISIN :	International Securities Identification Numbering
MEFF:	Mercado Oficial Español de Opciones y Futuros Financieros
OTM	Out of The Money
PIB:	Producto Interior Bruto
SICAV:	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIM:	Sociedad de Inversión Mobiliaria
TIR:	Tasa Interna de Retorno



ÍNDICE

PARTE I MARCO TEÓRICO	8
CAPÍTULO 1 INTRODUCCIÓN	9
1.1. OBJETIVO DEL TRABAJO.....	9
1.2. MOTIVACIÓN DEL TEMA OBJETO DE ESTUDIO	9
1.3. METODOLOGÍA.....	10
1.4. ESTRUCTURA DEL TRABAJO	11
CAPÍTULO 2 ANTECEDENTES HISTÓRICOS EN LA EVOLUCIÓN DE LAS IICS HASTA SU SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS. DESARROLLO QUE HAN TENIDO EN ESPAÑA Y SUS PRINCIPALES FUNCIONES.	12
2.1. ANÁLISIS DE LAS IICS DESDE 1960 EN ESPAÑA.	12
2.2. MARCO LEGAL EN ESPAÑA.....	18
2.3. MARCO TEÓRICO EN LA GESTIÓN DE UNA CARTERA. FONDOS DE INVERSIÓN.....	20
2.4. NUEVA NORMATIVA: MIFID	21
CAPÍTULO 3 ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE AUTOR.....	23
7.1. ¿IMPORTA LA FIGURA DEL GESTOR?.....	23
CAPÍTULO 4 BEHAVIOURAL FINANCE	26
PARTE II ESTUDIO EMPÍRICO	28
CAPÍTULO 5 DESCRIPCIÓN DE LA CARTERA UTILIZADA	29
3.1. CARTERA DE INVERSIÓN: RENTA VARIABLE INTERNACIONAL.....	29
3.2. DETALLE DE LOS RIESGOS INHERENTES A LA INVERSIÓN	29
3.3. ESTRUCTURA DE LA CARTERA.....	31
3.4. COMPOSICIÓN DE LA CARTERA.....	33
3.5. INFORMACIÓN COMERCIAL	34
3.6. FUTUROS Y OPCIONES EN LA GESTIÓN DE CARTERAS	36
CAPÍTULO 6 ANÁLISIS DEL PROCESO DE INVERSIÓN.....	40
4.1. CREACIÓN DE VALOR.....	41
4.2. PROCESO DE INVERSIÓN. ¿POR QUÉ ESPAÑA?	42
4.2. NOTA DE INVERSIÓN – ACERINOX.....	45
CAPÍTULO 7 GENERACIÓN DE RENTABILIDAD Y MEDICIÓN DE RIESGOS	47
5.1. PERFORMANCE DEL FONDO	47
5.2. CONTROL DEL RIESGO DE MERCADO	47
5.3. CÁLCULO DEL VAR.	48
5.4. BACKTESTING.....	49
CAPÍTULO 8 ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	52
8.1. COEFICIENTE BETA DE LA CARTERA	52
8.4. PERFORMANCE DE LA CARTERA: ANFEMAR, FI	53
8.3. RESULTADOS BACKTESTING Y CÁLCULO DEL VAR.....	53



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

ÍNDICES

CAPÍTULO 9 CONCLUSIONES	55
9.1. GESTIÓN ACTIVA DE LA CARTERA: RESULTADO POSITIVO	55
9.2. FUTURAS METODOLOGÍAS.....	56
BIBLIOGRAFÍA	57
ANEXOS	59
ANEXO I: FOLLETO CNMV RENTA VARIABLE INTERNACIONAL, FI	60
ANEXO II: RESUMEN COMITÉ DE INVERSIÓN	62
ANEXO III: NOTA DE INVERSIÓN: ACERINOX	64
ANEXO IV: DESGLOSE RENTABILIDAD DE LA CARTERA	74
ANEXO V: CÁLCULO DE LA BETA DE LA CARTERA - BLOOMBERG	76





ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Patrimonio de Sociedades de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones.....	16
Figura 2: Evolución de los principales índices bursátiles (1990-2014).....	17
Figura 3: Gráfico del Proceso de Inversión - Montaña Rusa de Emociones, acorde a la teoría de las finanzas conductuales.	27
Figura 4: Resumen de diferencias entre Híbridos Corporativos y Deuda Senior.....	33
Figura 5: Volumen del mercado de derivados en OTC y en Exchange.....	37
Figura 6: Evolución del índice de volatilidad del S&P (VIX).....	38
Figura 7: Gráfico de pérdidas y ganancias.....	39
Figura 8: Gráfico de la balanza comercial en España, con y sin energía.....	43
Figura 9: Gráfico de evolución del saldo por cuenta corriente en España en % del PIB.....	44
Figura 10: Evolución del PIB español, variación intertrimestral y variación interanual.....	44
Figura 11: Gráfico de evolución del Índice de Gestora de Compras.....	45



ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Evolución patrimonio de las IICs en España 1990-2014.....	13
Tabla 2: Resumen Número de IICs en España. Nota: Bajo la denominación S.I.M. se incluyen las Sociedades de Inversión Societarias de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM) y los de capital variable (SICAV).....	14
Tabla 3: Número de Instituciones de Inversión Colectiva en España.....	14
Tabla 4: Importancia relativa del patrimonio de los fondos de inversión (Porcentaje sobre el PIB).....	15
Tabla 5: Evolución del Patrimonio de los Fondos de Inversión en España (1990-2014)	20
Tabla 6: Resumen control de riesgos aplicados al Fondo de Inversión.....	30
Tabla 7: Fondo de inversión de Renta Variable Internacional para el estudio empírico. Fuente: Elaboración propia, basado en datos de carteras modelo	35
Tabla 8: Performance del Fondo de Inversión 2015 por activos.....	50
Tabla 9: Performance del Fondo de Inversión 2015 por activos incluyendo Acerinox.....	51
Tabla 10: Cálculo del coeficiente Beta de las carteras.....	53
Tabla 11: Informe backtesting de ambas carteras.....	54
Tabla 12: Cartera Proforma, mejores apuestas.....	55



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

PARTE I MARCO TEÓRICO



Capítulo 1 INTRODUCCIÓN

1.1. *Objetivo del trabajo*

El presente trabajo se centra en analizar el papel de un gestor de carteras en España. El propósito general de la investigación pues, es el estudio detallado del rendimiento¹ de una cartera de activos de una Institución de Inversión Colectiva (IIC, en adelante referido así). El objetivo último de la investigación consistirá en analizar si el efecto que ejerce un gestor de carteras resulta favorable en cuanto al equilibrio en el binomio rentabilidad-riesgo se refiere en la cartera de inversión.

A través de las siguientes páginas, trataremos de explicar cómo las distintas decisiones estratégicas de inversión que tomará el gestor, afectarán en términos del binomio rentabilidad – riesgo de la cartera, desglosando el proceso de inversión de un gestor de carteras, a través del estudio empírico de una cartera concreta para poder finalmente determinar si los planteamientos y las acciones del gestor pueden favorecer o no a la rentabilidad de la cartera, mediante un *backtesting*² de la rentabilidad con y sin el nuevo valor y calculando los niveles de riesgo asumidos.

1.2. *Motivación del tema objeto de estudio*

Una persona con cierto patrimonio siempre se pregunta, ¿qué hago con mi dinero? La respuesta directa a tan ambigua pregunta suele ser, entre la población occidental, inviertelo en bolsa. Sin conocimiento alguno, esto puede llevar a pérdidas inmensurables, luego aparecen las IICs, que asesoran y crean valor en una cartera para maximizar el beneficio del sujeto. La demanda de inversión en carteras se incrementó y fue significativo el aumento entre los '80 y '90. La inversión en renta variable se volvió muy popular en España.

¹ Rendimiento de una cartera de inversión, traduciendo de la palabra técnica anglosajona “*performance*” que abarcaría mucho mas contenido que en español

² *Backtesting*: “comprobación del modelo en el cálculo del VaR



Se trata de una temática de especial interés para mí, dado su práctica en la realidad, con un contacto permanente con el mercado, y por otro lado, a mi inclinación en mi futura dedicación profesional en el sector financiero y querer ampliar un poco en la teoría siempre incompleta y en constante desarrollo que supone este mundo de las inversiones.

1.3. Metodología

Se ha recurrido a un análisis inductivo cualitativo de las IICs en España desde sus comienzos. Asimismo se ha realizado un estudio en profundidad del proceso de gestión de carteras¹ Se ha recurrido a campos de teoría y pensamiento tradicional financiero y de las finanzas conductuales (“*behavioural finance*”). En la parte II del trabajo se realiza un estudio empírico en base a una cartera de Renta Variable Internacional, lo que permite una mayor rentabilidad asumiendo, bien es cierto, un mayor riesgo.

Lo primero será revisar una cartera de valores, extraída de carteras modelos de Renta Variable Internacional, desglosando por tipo de activo, Renta Variable, parte de Renta Fija y en Derivados, detallando por sectores.

Después se analizará una compañía de un sector, realizando un estudio analítico por métodos de Análisis Financiero, y se plantea hasta qué punto será útil en la cartera en términos de rentabilidad y riesgo que ofrezca el valor para la cartera. Para ello se realiza una estrategia de valoración con referencia al histórico de precios para ver cómo se comportaría la cartera con y sin el valor y analizar la aportación en términos de riesgo.

Con el método elegido se llegará a una conclusión de los efectos de una estrategia activa en la cartera, viendo qué sector lo está haciendo peor en términos de rentabilidad contribuyendo a la cartera. Asimismo se hará un pequeño análisis de la importancia del gestor y su contribución a la evolución de la cartera de inversión.

¹ *Portfolio management*



1.4. Estructura del Trabajo

“¿Podría indicarme el camino que debo seguir?
Eso depende del lugar donde quiera llegar, respondió el gato de Chelsea”
– Alicia en el País de las Maravillas, Lewis Carroll.

Este trabajo se estructura en dos grandes partes. En la primera se analiza el marco conceptual y técnico de las finanzas de gestión de carteras. La segunda parte más práctica, va detallando el estudio empírico sobre la cartera de inversión.

Así, la primera parte más teórica, se aborda en los capítulos 2 a 4. En el capítulo 2 se hace un breve análisis de la evolución de las instituciones de inversión colectiva, con qué propósito nacieron, y cómo se fueron implementando en España. En el capítulo 3 se hace un análisis de la figura del gestor, sobre quien, en último término, recae la responsabilidad de la evolución y rendimiento de la cartera de inversión, abordando el debate tan actual sobre los fondos de autor. En el capítulo 4. Se establece la relación con el la Parte II más práctica, la importancia del uso de la razón, abordando la teoría de las finanzas conductuales.

Y la segunda parte del trabajo más práctica, se desarrolla en los capítulos 5 a 8. El capítulo 5 se describe la cartera de inversión implementada objeto de estudio, detallando riesgos inherentes, estructura de la cartera en renta variable, renta fija y derivados como estrategia de cobertura. En el capítulo 6 se estudia el proceso de inversión con el objetivo de crear valor en la cartera, manteniendo el binomio rentabilidad-riesgo en equilibrio, incluyendo un activo de renta variable a la cartera. En el capítulo 7, se analiza el proceso de *backtesting* de la rentabilidad de la cartera en YTD¹ en 2015, así como la gestión del riesgo de la cartera de inversión, manteniendo el equilibrio en el binomio rentabilidad-riesgo. Por último, en el capítulo 8 se analizan los resultados obtenidos, para concluir en el capítulo 9 con el análisis de la gestión de la cartera y los efectos de la estrategia seguida por el gestor.

¹ Year-to-Date: periodo desde el 1 de Enero del presente año hasta la actual fecha



Capítulo 2 ANTECEDENTES HISTÓRICOS EN LA EVOLUCIÓN DE LAS IICs HASTA SU SITUACIÓN ACTUAL Y PERSPECTIVAS. DESARROLLO QUE HAN TENIDO EN ESPAÑA Y SUS PRINCIPALES FUNCIONES

La Bolsa de Madrid, siendo el principal mercado de valores de España, fue fundada en Septiembre de 1831. Y, aunque la necesidad de gestión de patrimonio delegada en otras manos existiera desde la Edad Media, lo más semejante a una IIC actual, serían los “Investment Trust” de Reino Unido, en 1860, que pronto se extendió a todas las geografías en el mundo (Martínez-Aldama 2006).

Justo antes de la crisis, en 2007, el nivel gestionado por las IICs en el mundo era cercano a los 18bn €, distribuyéndose un 50% en EE.UU. y Canadá, y un 35% en Europa. Esto supone un 50% de la capitalización bursátil de los mercados globales, según datos del desglose de Patrimonio de las IICs por países por INVERCO. Si bien estos datos son positivos, cabría preguntarse si existe margen de maniobra para un crecimiento sostenido en el número de IICs gestionadas.

2.1. Análisis de las IICs desde 1960 en España.

La necesidad de ahorradores con voluntad de realizar inversiones y con disposición a entregar su dinero en manos de personas especializadas no es reciente, es más, ya podían encontrarse precedentes a finales de la Edad Media, como afirma D. Fernando García Carnero en su obra “Las instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica” (2003), que sintetiza los trabajos de I. García Díaz (1970) y J.M. Prats Esteve (1971).



Tabla 1: Evolución patrimonio de las IICs en España 1990-2014.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA									
PATRIMONIO (miles de millones de Euros)									
PAÍS	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014
ESPAÑA	9	77	209	314	219	202	204	251	320

Fuente: (Elaboración propia) Datos extraídos de INVERCO.

Más reciente en el tiempo podemos encontrarnos con los “Aministratie Kantooren” en Holanda, que datan del siglo XVII, actuando como un agente de negociación entre inversores y aquellas sociedades mercantiles con necesidades de financiación que optaban por emitir títulos privados.

Tras el auge en el ámbito internacional, sobre todo tras la II Guerra Mundial con el boom de instituciones de carácter de inversión colectiva tanto en EE.UU., Francia, Inglaterra etc., comenzó en España el apogeo de estas sociedades de inversión, con la regulación en la “Ley de 15 de julio de 1952 sobre viviendas de renta limitada”. Finalmente la regulación abarcó los fondos de inversión en el “Decreto-Ley 7/1964, sobre Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio”.

La evolución de estas sociedades fue paulatina aunque siempre creciente hasta la década de 1970, momento en el que España comenzó a prosperar en todos los ámbitos, el más importante para el caso, económico. España estaba asentando su coyuntura tras una extensa y costosa guerra civil, y en un principio las IIC eran vistas con una mala percepción al asociarse con pura especulación. Finalmente es en diciembre de 1984, con la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva con la que se abre un nuevo paso en la historia de nuestro país para los fondos de inversión, coincidiendo con el esplendor de diversos productos financieros y de los principales mercados financieros nacionales en Madrid, Bilbao y Barcelona.



Tabla 2: Resumen Número de IICs en España. Nota: Bajo la denominación S.I.M. se incluyen las Sociedades de Inversión Societades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM) y los de capital variable (SICAV).

Año	F.I.M.	F.M.M.	S.I.M.	TOTAL
1945			9	9
1950			17	17
1955			18	18
1960			32	32
1965			36	36
1970	15		80	95
1975	25		107	132
1980	23		226	249
1985	30		229	259
1990	206	62	282	550
1995	606	145	273	1.024
2000	2.239	190	697	3.126

Fuente: (Elaboración propia) Datos extraídos de INVERCO

Pese a la distancia clara y evidente en el desarrollo de estas variedades de inversión colectiva hasta finales del siglo XX, sobre todo respecto a los pioneros como Alemania, Francia, Italia o Bélgica, la situación en España ha tenido sin duda una relevancia considerable en la historia de las finanzas españolas, véase Tabla 4 (Ferruz, Marco, Sarto y Vicente 2004).

Tabla 3: Número de instituciones de Inversión Colectiva en España

	FONDOS DE INVERSIÓN	SOCIEDADES DE INVERSIÓN
	F.I.M. FI	S.I.C.A.V.
2005	2.616	3.070
2010	2.494	3.133
2011	2.404	3.056
2012	2.265	2.986
2013	2.094	3.035
2014	1.997	3.228

Fuente: (Elaboración propia) Datos extraídos de CNMV



Tabla 4: Importancia relativa del patrimonio de los fondos de inversión (Porcentaje sobre el PIB)

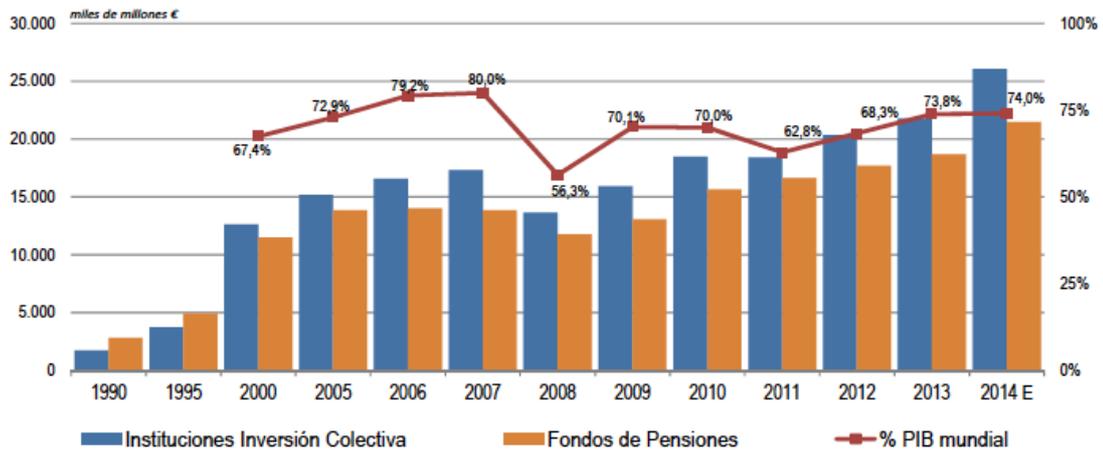
	1967	1988	2000
España	0,32	2,01	28,46
Francia	0,35	16,62	51,38
Alemania	0,87	4,86	11,71
Italia	n.d.	4,78	36,36
Bélgica	0,49	3,10	28,58
Gran Bretaña	2,11	8,90	25,40
Estados Unidos	5,82	16,06	69,91
Japón	1,48	12,73	8,49

Fuente: F. Carnero (2003), L.M. Servien y A. López Vazquez (1970), V. García-Vaquero (1992) Boletín Estadístico del Banco de España

En España, a cierre de 2014, las IICs, contaban con 6.003 entidades (un 2,1% más respecto el año previo) y con un patrimonio de 319.969 millones de euros, incremento del 27,6% respecto al año anterior, según datos del Informe Anual sobre Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones 2014 de INVERCO. Con estos números, podemos afirmar que los fondos de inversión han adquirido un papel fundamental, tras un difícil comienzo en el que solo existían sociedades de inversión mobiliaria para, más tarde y tras una espera de dos décadas, poder ver la entrada de fondos de inversión y, tras una espera mayor, poder ver la consolidación definitiva del colectivo en España.



Figura 1: Patrimonio de Sociedades de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones.

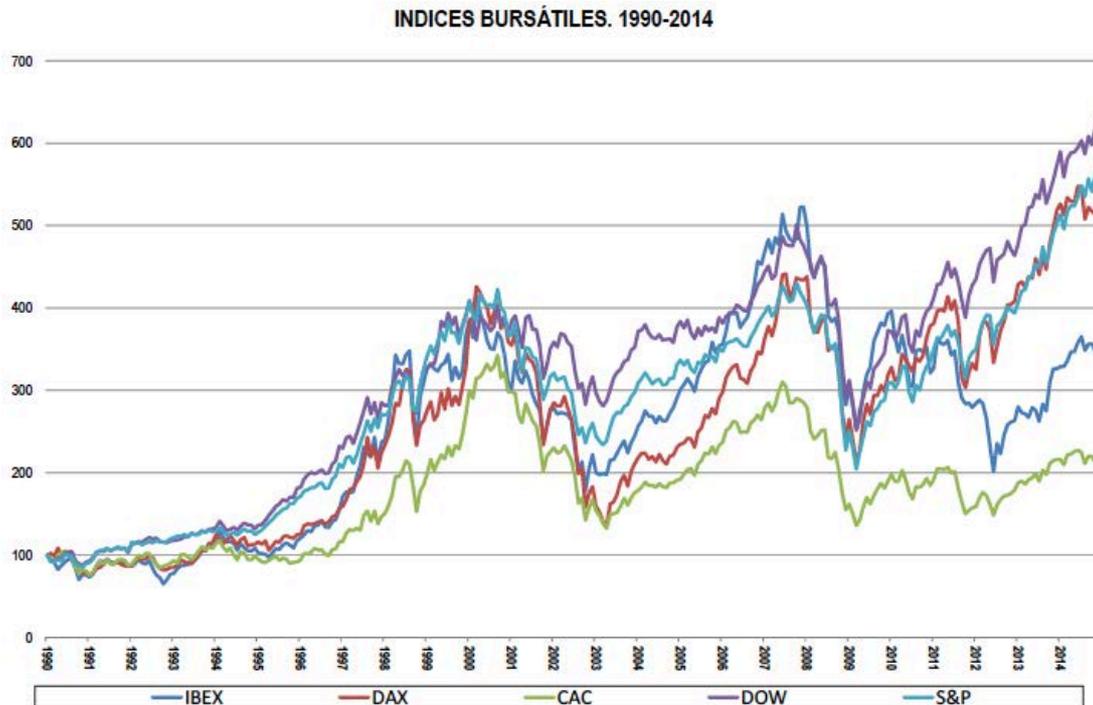


Fuente: CNMV Estadísticas, Inverco.

Con datos del Informe de INVERCO de 2014, podemos comprobar cómo los fondos de inversión contaron con un patrimonio de 41.010 millones de euros, con perspectivas de crecimiento sostenido. Bien es cierto, que este crecimiento queda sujeto siempre a la evolución de los mercados bursátiles, pudiendo sufrir grandes reveses tras una crisis en los mercados financieros, aunque el pasado nos ha enseñado que el crecimiento y evolución continúa.



Figura 2: Evolución de los principales índices bursátiles (1990-2014)



Fuente: INVERCO

Con datos a cierre de 2014, la estructura de las carteras de inversión en IICs se pondera más hacia renta variable, con un aumento del 11,2%, disminuyendo la ponderación en renta fija (disminución de hasta casi 5 puntos básicos), basándose en datos del informe de INVERCO sobre IICs. Este cambio de las estructuras en las carteras hacia posiciones de más riesgo por el consenso, explican mi inclinación en el Capítulo 3 en la Descripción de mi cartera, hacia un Fondo de Inversión en Renta Variable.

Las perspectivas para el 2015 según datos del Banco de España, el patrimonio gestionado por las IICs puede llegar a los 361.000 millones de Euros, lo que supondría un 12,8% incremento respecto al año anterior.



2.2. Marco legal en España

Para entender el concepto de Institución de Inversión Colectiva en España, hemos de referirnos a la forma jurídica que adoptan, por ello resulta imprescindible acudir al marco legal bajo el que se regulan. Esto es, la “Ley 31/2011, de 4 de octubre”, por la que se modifica la “Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva”, con vigencia desde el 6 octubre 2011.

Definido en el artículo 3 del Capítulo primero, el concepto de fondo de inversión, como aquella “IIC configurada como patrimonio separado sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.” Continuando una lectura detallada de la regulación citada anteriormente, se detalla el método de constitución de un Fondo de Inversión (FI en adelante al referirme a mi cartera) y el cálculo del patrimonio constituido por las aportaciones de los partícipes.

El cálculo del valor liquidativo de cada clase (si fuera el caso), se menciona en el “artículo 7, Participación”, el cual será el resultado de dividir el cálculo del patrimonio entre el número de partícipes de esa clase (si fuera el caso) en circulación. A efectos de publicación, se exigirá la publicación por un medio de difusión a efecto de suscripción o reembolso del fondo.

Una característica muy ventajosa en la inversión en Fondos, supone el tratamiento fiscal a los partícipes, que no tributarán sus plusvalías hasta el momento de reembolso¹ del fondo. Actualmente tributarían los inversores con reembolsos con ganancias positivas a una tasa del 18%.

¹ Reembolso, venta de las participaciones en el Fondo



El artículo 8, regula las comisiones a aplicar por la sociedad gestora y depositarios. En 2014, se han cambiado los límites máximos; comisión de gestión en 1,5% anual sobre el patrimonio y la comisión de depositaría en 0,25% anual sobre el patrimonio. Para mayor información de cambios regulatorios en cuanto al tratamiento de IICs y Fondos de Inversión, remito al “Informe 2014 de INVERCO sobre las IICs y los Fondos de Pensiones” página 49 en adelante, del que no desglosaré mayor detalle por no ser objeto fundamental para la investigación.

Una vez registrado el Fondo de Inversión en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV en adelante), se redacta el Folleto explicativo, adjunto en Anexo I a modo de ejemplo, como se indica en el Capítulo III, que deberá estar actualizado en todo momento, y que se podrá encontrar tanto en la CNMV como en la propia página web de la Gestora administradora del Fondo. Si el Folleto sufriera alguna modificación en cuanto a características del Fondo, existe el “derecho de separación” por el que el inversor podrá reembolsar el fondo, sin aplicársele la comisión de reembolso si la hubiera en el plazo de un mes. En el momento de suscripción del Fondo, uno de los requisitos será la firma de este Folleto indicativo o su versión simplificada con toda la información legal y requerida por las autoridades, aparte de la entrega de Memorias Anuales del Fondo (Cuentas Anuales Auditadas) e Informe Periódico del último trimestre y/o semestre. Es un documento oficial, establecido por la normativa, y revisado por parte de la CNMV, donde se menciona todo el detalle sobre el Fondo de Inversión pudiendo encontrar toda la información fundamental, esencial tanto para el propio inversor como para el futuro inversor. Los principales títulos a revisar en el Folleto, son las características del fondo, su política de inversión, suscripciones y reembolsos y comisiones aplicadas.



2.3. Marco teórico en la gestión de una cartera. Fondos de inversión.

Una vez comprendida la evolución y situación legal en la que se ampara una IIC, y registrada en la CNMV en España, cabe señalar la relevancia de estas instituciones como figuras fundamentales en el mercado de productos financieros.

Dentro del marco de las IICs, podemos distinguir distintos tipos específicos como Sociedades de inversión de capital variable (SICAVs en adelante), Fondos de inversión, Fondos de inversión Mobiliaria, Fondos cotizados, Fondos de inversión libre y/o Fondos de fondos de inversión libre (CNMV 2008). Con motivo de mi posterior estudio empírico en base a un Fondo de inversión, centraré este apartado sobre los conceptos básicos para entender los fondos de inversión. Son como tal instituciones de inversión colectiva, sin personalidad jurídica, relacionando partícipes, intermediarios y mercados a través de una sociedad gestora y entidad depositaria. La evolución en patrimonio de los fondos de inversión en España como se ha comentado en el Capítulo 2.1 ha venido determinada por la situación y fluctuación de los mercados que se puede observar en la Figura 2. Sin embargo es innegable su crecimiento y magnitud en volumen en el mercado financiero, véase la Tabla 5, por ello la investigación se basa en un Fondo de Inversión.

Tabla 5: Evolución del Patrimonio de los Fondos de Inversión en España (1990-2014)

(millones €)	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014
ESPAÑA	6.987	73.304	183.391	245.823	138.080	127.731	122.322	153.834	194.844

Fuente: (Elaboración propia) Datos extraídos de INVERCO

El Fondo de inversión contará con un patrimonio, aportado por partícipes (número variable de personas), con el que la Gestora se encargará de administrar y representar el fondo, invirtiendo en los mercados de valores. El precio o valor de mercado del Fondo, corresponderá a su valor liquidativo, explicado en el apartado 2.2. Marco legal en España.



El Fondo cuenta con una estructura abierta por la cual un inversor podrá invertir o reembolsar sus participaciones según su conveniencia. Únicamente al producirse este flujo de entradas o salidas en el Fondo, podrá el inversor percibir los resultados ya sean positivos o negativos, que vendrán determinados por las variaciones en los mercados de los activos que se tienen en cartera.

En función del Fondo, su rendimiento financiero y demás variables, la gestión llevada a cabo, será pagada por el partícipe a través de comisiones especificadas en el Folleto explicativo adjunto, cumpliendo los límites fijados por la ley. Serán la comisión de gestión y depositaría especificadas, más una comisión de éxito que dependerá de la estrategia de la Gestora que quiera aplicar.

La rentabilidad para el inversor del Fondo (según definido por CNMV), será percibida de distinta manera que para el gestor del Fondo y la evolución del mismo. Se calcula en base al valor liquidativo del Fondo, que es el precio de la participación en un momento dado. La rentabilidad para el inversor se calcula como el porcentaje de variación del valor liquidativo entre la fecha de suscripción y la fecha de reembolso.

2.4. Nueva normativa: MiFID

La normativa MiFID (“*Markets in Financial Instruments Directive*”).

Tiene su origen a finales de los años '90, con el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), donde la Comisión Europea introdujo una serie de medidas con el fin de “crear un mercado financiero interno operativo”, finalmente regulado en la “Directiva 2004/39 sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)”. De esta manera establecen una serie de objetivos en la relación entre clientes y proveedores de servicios financieros, garantizando mayor transparencia en las operaciones y un mayor apoyo de servicio. La transposición en España queda regulada en la “Ley 47/2007” y el “Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el Régimen Jurídico de las empresas de servicios de inversión”.

La implantación de esta normativa se traduce como un incremento en funciones de cumplimiento, gestión de riesgos y auditoría interna, con una necesaria mayor involucración



por parte del Consejo de Administración, como afirma la compañía Price Waterhouse Coopers e IE Business School en el “*Informe del Centro del Sector Financiero relativo a MiFID: un desafío para las entidades financieras*” (Junio 2011).

¿Cómo afecta esta normativa al cliente de una IIC?

Atendiendo a la normativa, garantiza un “código de conducta” a seguir, ofreciendo una mayor seguridad al inversor del Fondo. Obliga a la entidad financiera o entidad gestora a informar a inversores y potenciales inversores de toda la información relativa a la inversión, en el caso de un Fondo de Inversión, de posibles riesgos inherentes en la inversión etc. que se tratan en el Capítulo 3.2. Riesgos inherentes a la inversión.

La clasificación que se establece en función del tipo de cliente, será en contrapartes elegibles (empresas de inversión, entidades financieras, aseguradoras etc.); clientes profesionales (con un mayor conocimiento y cualificación); y minoristas. Cuando un potencial cliente vaya a suscribir el Fondo de Inversión, la entidad financiera deberá constatar mediante la firma de sus clientes, el cumplimiento de estas normas para proceder con la inversión. Esto aporta mayor medida de protección al cliente.

Se deriva de esta normativa los test MIFID, que comprenden los Test de Idoneidad y Test de Conveniencia, realizados por la entidad bancaria al cliente, con el fin de clasificar al inversor en una categoría específica en función de su actitud frente al riesgo. Queda menos expuesto el potencial inversor a la fluctuación de los mercados que no esperaba asumir.



Capítulo 3 ANÁLISIS DE LOS FONDOS DE AUTOR

7.1. ¿Importa la figura del Gestor?

Es común actualmente, el debate sobre qué resulta más importante, si el equipo de la Gestora, o el nombre del gestor. Es aquí, donde surge la figura de los fondos de autor. Recientes salidas, como la de D. Francisco Paramés de Bestinver, o Bill Gross de PIMCO, con posteriores salidas ingentes de dinero del Fondo, han reabierto un debate que sigue candente en la sociedad del mundo financiero, por lo que merece la pena realizar un pequeño análisis sobre ello. Estos recientes movimientos de gestores no resultan desde luego baratos, valga como ejemplo, junto con la salida de Francisco García Paramés, han salido 1.514 millones de euros de los fondos de Bestinver.

El término “fondo de autor” se ha extendido en España como la pólvora, y son muchos los defensores de este término como algo de Marketing, que no hace sino generar un sentimiento de fe en el gestor fuera de lo racional. Javier Sáenz de Cenzano, director de análisis de Morningstar para Iberia e Italia es claro, “el término de fondos de autor es un concepto de marketing”, en declaraciones a la revista Funds People. Como se detalla en el artículo, la legislación ya se ha hecho eco de este término, incluyéndolo en la regulación sobre IICs.

Se defiende que todos los fondos tienen un gestor, luego la pregunta surge, ¿cuándo se le reconoce como fondo de autor? Acudimos pues, a la relevancia que se le da a este gestor, puesto que en el folleto del Fondo no se detalla hasta el momento este dato. En caso de que la CNMV comiencen a exigir a las gestoras inscribir en los folletos oficiales a los gestores propios de los fondos, se debería hacer a todos o a ninguno, puesto que no existe una línea con la que dividir cuál es o no, fondo de autor, como también defiende D. Javier Sáenz de Cenzano entre otros profesionales del sector.



Argumenta más a fondo, sobre el excelente momento para realizar este cambio por parte de CNMV, y solicitar a las gestoras la identificación de los gestores de sus propios fondos de inversión, puesto que como bien argumenta, poniendo un ejemplo, “resulta algo inquietante que una compañía cotizada pudiera presentarse al mercado sin decir quién es el equipo directivo, cuando cómo podemos ver es un paso esencial en la nota de inversión, la confianza depositada en el equipo directivo”. Luego es esencial, el camino a tomar por la CNMV en incluir la figura del gestor.

Para no perder de vista la figura del gestor resulta interesante hacer alguna mención de las gestoras o pequeñas boutiques que ofrecen o apuestan por el reconocimiento de estos fondos de autor. Resulta de gran interés Abante Asesores, con algunos de los fondos más reconocidos en el sector, otorgado premios de Expansión – All funds en 2014. ¿Por qué apostar por gestores independientes con gran talento? La respuesta se supone lógica, con el objetivo de dar reconocimiento al talento de estos profesionales, dándoles proyección y visibilidad en este complejo mundo dominado quizás por los productos ofrecidos por los grandes bancos.

Por contraparte, he de mencionar lo que muchos piensan; “nadie piensa solo”¹. No existen gurús, en las cabezas de todo gestor, resuenan voces de otras personas. Hay que gestionar las emociones. Sin embargo esta teoría está aún en desarrollo, pues los resultados demuestran que la política de decisiones que toma un gestor, afectan al rendimiento y evolución de la cartera.

A modo de conclusión el fin último para todo gestor es generar valor y rentabilidad en su cartera, que se traduzca de forma monetaria en dinero para los clientes. Al final, como se dice “la pela es la pela”, y como es usual escuchar en el mundo financiero “uno vale lo que genera”, luego la motivación del profesional en la gestión de la cartera resulta esencial para su rentabilidad posterior.

¹ Newsletter, Javier Alonso, Director Credit Suisse, Banca Privada



Existen pues ciertos puntos clave para todo inversor:

Hay que conocer para prever y hay que prever para actuar. Hay que realizar una gestión activa para generar valor en la cartera (gestión que se trata en esta investigación), llevando un análisis constante de los mercados. No se debe asumir que algo en economía es eterno y todos los factores influyen, demografía, productividad, regulación, inversión en innovación etc. Este método de lectura y aprender constantemente se desarrolla en la práctica en Comités de Inversión, comentado en el capítulo 6 ‘Análisis del Proceso de Inversión’.



Capítulo 4 BEHAVIOURAL FINANCE

Resulta indispensable hacer una, breve al menos, reseña de las finanzas conductuales del inversor, tema muy ligado al mundo de la gestión, que supone un grave riesgo para la gestión de una cartera. Cómo afecta la razón versus la emoción en el proceso de inversión, para realizar una buena gestión en la cartera y poder generar buenas rentabilidades asumiendo los riesgos necesarios, es decir generando un buen *performance* en la cartera.

Es difícil encontrar un lugar donde el concepto de finanzas conductuales no esté siendo aplicado a situaciones del mundo real. Desde Londres a Nueva York a Sídney, vemos cómo inversores experimentan la psicología en las finanzas. El mayor problema de su aplicación en el mundo de las inversiones, viene dado por la separación del ser racional por un mundo lleno de emociones, luego mi recomendación viene a ser concisa: “no deje llevarse por las emociones a la hora de invertir”, el peor error a cometer para un inversor profesional.

Para ello, permitan referirme a Sir Michael Mauboussin, Director de Estrategia Financiera Global de la casa de Credit Suisse quien nos señala varios sesgos conductuales y de emociones a evitar a la hora de invertir;

- Sobreconfianza
- Conformidad
- Ego
- Estrés

Figura 3: Gráfico del Proceso de Inversión - Montaña Rusa de Emociones, acorde a la teoría de las finanzas conductuales.



Fuente: Credit Suisse

Resulta importante gestionar las emociones, aprender a controlar y gestionar las emociones y los impulsos, traduciendo el pensamiento en acción. De esta manera equilibraremos el pensamiento analítico, el creativo y el práctico.

Sin embargo, podríamos argumentar como el gestor, que es el profesional cualificado encargado de hacer el análisis y valoración de compañías para incluir en la cartera, podría seguir el método racional, pero sin embargo no recaer sobre él el mérito de la plusvalía en las inversiones y adjudicarse al factor suerte. Por ello la relevancia del capítulo anterior respecto a la importancia de este profesional en la gestión de la cartera.



PARTE II ESTUDIO

EMPÍRICO

Se hará referencia a más parte teórica a lo largo de esta parte para cada apartado que precise un marco conceptual teórico mayor.



Capítulo 5 DESCRIPCIÓN DE LA CARTERA UTILIZADA

3.1. Cartera de inversión: Renta Variable Internacional

La vocación de este fondo de inversión está categorizado como renta variable internacional y con un plazo indicativo de la inversión adecuado para inversores de con un horizonte temporal de inversión de 5 años. La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice MSCI World, al representar compañías de gran y media capitalización bursátil¹ de 23 países con mercados desarrollados. Cubre según folleto, aproximadamente el 85% de la capitalización bursátil ajustada al capital flotante³ de cada país, ideal para un fondo de tan amplio espectro (véase Factsheet del índice para mayor detalle). El nombre asociado al Fondo de Inversión, para poder insertar el modelo para cálculos será ANFEMAR, FI.

Acorde al folleto registrado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se establecen los niveles mínimos y máximos de exposición del fondo a activos de renta variable, renta fija, exposición a riesgo divisa, especificándose asimismo la categoría de los activos. Asimismo, explicado en folleto, el fondo cumple con la “Directiva 2009/65/CE”, sobre límites UCITs. Adjunto referencia de Folleto de Fondo de Renta Variable Internacional de la casa Credit Suisse, publicada en CNMV, adjunto en Anexo I.

3.2. Detalle de los riesgos inherentes a la inversión

Los distintos riesgos que se identifican en esta cartera son los siguientes:

¹ Large y mid cap, en términos financieros anglosajones

³ Free float, en términos financieros anglosajones.



Riesgo de inversión en países emergentes: Al tratarse de un fondo de renta variable internacional, queda comprendido el riesgo de estos mercados, que aportarán una mayor volatilidad en la inversión que si fuera en mercados desarrollados.

Riesgo de mercado: por el hecho de invertir en activos, ya sean de renta variable (aportan mayor rentabilidad) o de renta fija (aportan mayor seguridad).

El fondo también presentará riesgos de crédito y liquidez. Como consecuencia de estos riesgos, el fondo presentará cierta volatilidad en el valor liquidativo de sus participaciones.

Por último, cabe destacar el riesgo en instrumentos financieros derivados, utilizados como coberturas de las inversiones en contado, en mercados estadounidense y europeos.

Control de riesgos. Como función de control se atenderá al riesgo de mercado de crédito y liquidez, riesgo operativo y riesgo legal, acorde al cumplimiento de control interno. Como medida de Control Interno y de Riesgo para la cartera tendré acceso a medios técnicos, soportes tecnológicos.

Tabla 6: Resumen control de riesgos aplicados al Fondo de Inversión.

Control de riesgos			Control Interno
Riesgo de mercado de crédito y liquidez	Riesgo operativo	Riesgo legal	
<ul style="list-style-type: none">▪ Límites y coeficientes legales.▪ Aptitud de activos.▪ Control de operaciones.▪ Política de Inversión.▪ Valoración de carteras.▪ Conciliaciones.	<ul style="list-style-type: none">▪ Medición y Seguimiento de VaR, Beta, Ratio Sharpe, etc▪ Análisis de la calidad crediticia de los valores en cartera.	<ul style="list-style-type: none">▪ Segregación de funciones.▪ Control preasignación.	<ul style="list-style-type: none">▪ Límites y coeficientes legales.▪ Activos aptos para la inversión.▪ Límites de riesgo de mercado y contraparte.

Fuente: Elaboración propia, basado en información de Folletos explicativos sobre Fondos de Inversión de Gestoras publicado en CNMV.



Se deberá tener consciencia de que la inversión en un Fondo supone una inversión en cualquier otro producto de inversión en el mercado de valores, luego implica los riesgos anteriormente mencionados.

3.3. Estructura de la cartera

Una de las máximas en los mercados para un gestor es: “be contrarian”. Esta fue una de las primeras lecciones que me enseñaron en mis prácticas empresariales del Grado. Todo fundamentado y razonado, hay que buscar valor en la cartera no siguiendo al consenso, que sería lo relativamente fácil.

De acuerdo a las modernas teorías financieras, hemos de hablar de la trascendencia de una eficiente diversificación en las inversiones, teoría desarrollada por Harry M. Markowitz, autor de un artículo titulado “*Portfolio Selection*” sobre selección de carteras publicado en 1952 en la revista *Journal of Finance*, que fue más tarde completado y publicado en 1959, y posteriormente en 1991 “editado incorporando nuevo material, dando nacimiento al campo de las finanzas modernas” (Markowitz, 1991). Desde su aparición, el modelo de Markowitz ha conseguido un gran éxito a nivel teórico, dando lugar a desarrollos y derivaciones posteriores (Mendizábal, Miera y Zubia 2002).

El poder de inversión ofrecido por la teoría desarrollada de diversificación de Markowitz permite que el riesgo de la cartera se aproxime a cero, para mayor tecnicismo referente a esta teoría, remito al estudio de H. Markowitz (1952), “*Portfolio Selection*”. Esto, sin embargo, no significa, que una cartera no diversificada tenga peor evolución que una diversificada, sino “que la diversificación puede permitir carteras eficientes mediante la combinación de rendimientos esperados y varianzas. Ahora bien, la condición necesaria para reducir el riesgo mediante la diversificación es que los rendimientos de los títulos no se muevan igual y paralelamente” (Solvevilla, 1982).

Con el patrimonio gestionado en el Fondo, se realiza una diversificación de la cartera sujeta a estos niveles. Bien es cierto que, un mayor patrimonio, como el de un gran fondo de Renta Variable Internacional, permitiría una mayor diversificación, sin embargo para el



patrimonio del Fondo, se supone a la cartera una adecuada distribución geográfica y sectorial para permitir una correcta diversificación.

La inversión consecuentemente eleva el nivel de riesgo de mi cartera, debido a la volatilidad arrastrada en los mercados bursátiles, por ello opto por incluir en la cartera un porcentaje en renta fija, autorizado en el folleto, aunque también conlleva asumir cierto riesgo, ya sea por “default” (ocurre cuando el emisor no cumple con su obligación de pago en el vencimiento), o en otro caso, se deprecia el activo por causa de una subida general de los tipos de interés.

Inversión en Renta Fija: Híbridos corporativos

Con el fin de mantener rentabilidad acorde con la inversión en renta variable asumiendo un riesgo más bajo, incluyo inversión en híbridos corporativos. La mayoría de los híbridos son considerados por las agencias de rating como 50% Equity. Esta es la ventaja que encuentra el emisor para emitir este tipo de activo, ya que puede así emitir deuda sin disparar sus ratios de apalancamiento y sin emitir equity con efecto dilutivo.

Están situados entre la deuda Senior Unsecured y el Equity dentro de la estructura de capital (ACCID 2012). El principal atractivo de este producto es la TIR anual. Pagan entre 2 y 2,5 veces por encima de lo que podríamos obtener respecto a la compra de un bono senior. No obstante, esta inversión conlleva una serie de riesgos:

- el diferimiento del cupón: este diferimiento dependerá en parte de lo que la compañía determine en su política de dividendos. Los cupones diferidos se irán acumulando. Si la compañía decide no pagar dividendos al accionista o no pagar cupones a tenedores de deuda de igual o mayor subordinación (más alto en el orden de prelación de pago), podría diferir también el pago de los cupones de la deuda híbrida. La diferencia radica que en el momento en que la compañía decida volver a pagar dividendo, se le exige pagar todos los cupones acumulados. Cabe destacar que nunca se ha producido este diferimiento del cupón en emisión alguna, ni siquiera en nombres como KPN, compañía que ha dejado de pagar dividendo.



- la posible extensión del vencimiento: ante un incremento en los tipos de interés, al estar asociados la revisión del cupón al tipo de interés swap + diferencial (en adelante uso de la terminología anglosajona spread) inicial, por lo que el coste de inversión sería muy elevado. Al llegar a la fecha del ejercicio de la call, el tenedor del bono recibirá el dinero de vuelta.

- ejercicio obligatorio de la call de manera anticipada: el emisor puede amortizar anticipadamente la totalidad de la deuda si se producen algunos eventos especificados en el folleto a un precio fijo. Lo más comúnmente utilizado en la práctica es el ejemplo de ejercicio de la call por un cambio en la metodología de consideración de híbridos por las agencias de rating.

Figura 4: Resumen de diferencias entre Híbridos Corporativos y Deuda Senior.

Summary of hybrid structures vs senior unsecured debt

Feature	Senior unsecured	Hybrid
Structure	Senior	Deeply subordinate, senior only to common equity
Maturity structure	Typically 3-30 years	Typically 60 years+, often perpetual
Coupon deferability?	No	Yes
Event of default on non payment of coupon?	Yes	No
Coupon structure	Fixed	Fixed to first call followed by a coupon reset
Issuer call options	Typically none	Multiple call options
Change of control (if applicable)	Bondholder can trigger	Issuer can trigger
Replacement language	None	Intention based or legally binding
Accounting treatment	Debt	Debt or equity

Source: Credit Suisse.

Fuente: Credit Suisse

3.4. Composición de la cartera

Se podrá consultar en los informes periódicos. En la Tabla 7 se puede encontrar la composición actual de la cartera, basada en datos reales extraídos de carteras modelos a día 10 de marzo. La exposición en liquidez será en Euros, al no cubrir cuentas en otras divisas, y guiarse la cartera por cuenta en la moneda de referencia Euros. La inversión en el activo de renta variable será a través de la liquidez en cuenta en Euros, al disponer de 250.000€.



3.5. Información comercial

La divisa de denominación de las participaciones es el Euro, con una inversión inicial mínima de 50.000 euros. Aplicado independientemente, los límites máximos legales de las comisiones son; comisión de gestión anual de 0,45% del patrimonio, aplicada directamente al fondo al igual que un 0,1% de depositaría. El resto de información, al no tratarse del objetivo principal de la investigación no se desglosa, podrá encontrarse en el Ejemplo de Folleto explicativo publicado por CNMV, Anexo I.



UNIVERSIDAD PONTIFICIA COMILLAS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

ESTUDIO EMPÍRICO

Tabla 7: Fondo de inversión de Renta Variable Internacional para el estudio empírico. Fuente: Elaboración propia, basado en datos de carteras modelo

A día 10 marzo											
ANFEMAR, FI											
Fondo de Inversión - Renta Variable Internacional											
NOMBRE DEL VALOR	Tipo de activo	ISIN	Fecha compra	Títulos/Nominal	Precio Medio	Valor coste	Precio mercado	Valor mercado	%Rentabilidad	Plusvalía Precio	Plusvalía Divisa
RENDA VARIABLE											
CONSUMO CÍCLICO											
ACCS. BAYERISCHE MOTOREN WERK (BMW3 GY)	ACCIONES	DE0005190037	22/06/12	170	38,9	6.612,14	87,14	14.813,80	124,04	8.201,66	
ACCS. VOLKSWAGEN AG-PFD (VOW3 GY)	ACCIONES	DE0007664039	24/04/14	45	191,48	8.616,66	231,3	10.408,50	20,8	1.791,84	
ACCS. WALT DISNEY CO. (DIS US)	ACCIONES	US2546871060	13/03/13	1.000	48,93	38.267,87	103,09	96.363,81	110,68	50.623,92	7.472,02
ACCS. SWATCH GROUP AG-BEARER (UHR VX)	ACCIONES	CH0012255151	21/06/13	200	515,23	84.015,57	415,4	77.693,51	-19,38	-18.669,95	12.347,89
CONSUMO NO CÍCLICO											
ACCS. EBRO FOODS S.A. (EBRO SM)	ACCIONES	ES0112501012	03/03/14	500	16,07	8.033,84	17	8.497,50	5,77	463,66	
ACCS. COCA-COLA COMPANY (KO US)	ACCIONES	US1912161007	11/12/14	2.500	42	84.591,36	40,69	95.087,87	-3,11	-3.047,78	13.544,29
ENERGÍA											
ACCS. GALP ENERGIA SGPS SA-B SHR(GALP PL)	ACCIONES	PTGALOAM0009	01/07/14	750	11,67	8.753,75	9,44	7.080,00	-19,12	-1.673,75	
ACCS. CHEVRON CORP. (CVX US)	ACCIONES	US1667641005	13/03/13	900	102,91	67.528,73	102,91	86.576,00	-8,26	19.044,79	3,29
FINANCIERO											
ACCS. UBS GROUP AG (UBSG VX)	ACCIONES	CH0244767585		6.000	17,8	87.379,50	17,24	96.733,47	-3,16	-3.150,18	12.504,15
ACCS. DEUTSCHE BANK AG REGISTER (DBK GY)	ACCIONES	DE0005140008	20/01/15	335	24,8	8.307,60	29,2	9.780,33	17,73	1.472,73	2,69
INDUSTRIAL											
ACCS. FERROVIAL S.A. (FER SM)	ACCIONES	DE000A1DAHH0	18/07/14	5.000	15,09	75.437,32	18,94	94.700,00	25,54	19.262,68	
ACCS. EIFFAGE (FGR FP)	ACCIONES	FR0000130452	01/07/14	165	54,66	9.019,48	53,64	8.850,60	-1,87	-168,88	2,44
MATERIALES											
ACCS. ARCELORMITTAL (BOLSA AMSTERDAM)	ACCIONES	LU0323134006	24/04/09	500	35,92	17.960,85	9,77	4.883,00	-72,81	-13.077,85	1,33
ACCS. RIO TINTO PLC ORD (RIO LN)	ACCIONES	GB0007188757	25/03/11	160	40,46	7.370,62	28,3	6.378,00	-30,06	-2.741,54	1.748,92
TECNOLOGÍA											
ACCS. MICRON TECHNOLOGY INC (MU US)	ACCIONES	US5951121038	06/02/15	1.800	29,56	47.025,16	27,61	46.455,41	-6,61	-3.286,31	2.716,56
ACCS. AMADEUS IT HOLDING SA-A SHS (AMS SM)	ACCIONES	ES0109067019	14/10/14	2.000	26,5	53.006,43	37,54	75.090,00	41,66	22.083,57	2,17
ACCS. GOOGLE INC-CL C (GOOG US)	ACCIONES	US38259P7069	22/10/14	200	533,55	84.362,40	555,01	103.759,58	4,02	4.012,80	15.384,38
FONDOS											
PART. ROBECO EMERGING STARS-I USD	PARTICIPACIONES	LU1036585435	31/03/14	900	101,69	66.331,11	102,97	87.787,44	1,26	2.235,45	19.220,88
RENDA FIJA											
TELEFO 6.5 09/29/49 Corp (BBB Rating)	HIBRIDOS	XS0972570351	08/10/14	300.000,00	109,28	327.843,05	113,28	339.837,00	3,66	11.993,95	
COBERTURAS - OPCIONES											
ÍNDICES											
PUT MINI S&P 1800 JUN/15 (ESM5P 1800)	OPCIONES	ESM5P 1800		-1		2034,25	48,75				
PUT MINI S&P 2000 JUN/15 (ESM5P 2000)	OPCIONES	ESM5P 2000		1		2034,25	104,25				
LIQUIDEZ											
LIQUIDEZ EUROS						250.000,00	250.000,00				



3.6. Futuros y opciones en la gestión de carteras

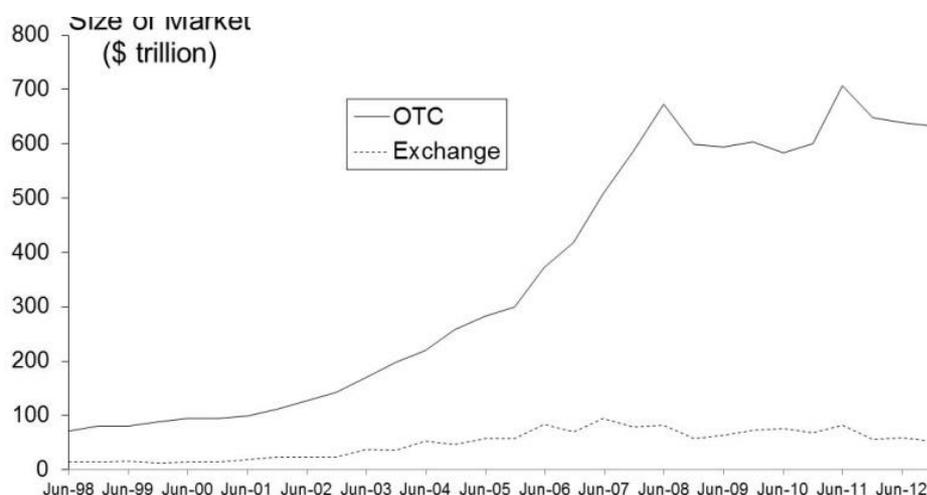
La política de inversión se basa en la preservación de capital, luego para la gestión de la cartera de renta variable adoptaremos una estrategia de gestión de riesgo que persiga reducir o ajustar el riesgo inherente a la cartera, de este modo protegeremos la cartera ante una caída del subyacente.

El objetivo del uso de futuros y/o opciones se utilizará como operación de cobertura más que como estrategia de especulación o de arbitraje, limitando el riesgo no sistemático que será el inherente a cada acción en la cartera. Este riesgo irá en consonancia con la diversificación realizada como se ha mencionado en el apartado tercero del capítulo tercero; '*Estructura de la Cartera*'. La estrategia a seguir será una cobertura de riesgo o "hedging" excluyendo el riesgo sistemático, que es el que permanece en la cartera por el riesgo de mercado, usando como instrumentos los derivados (Martínez Abascal 2005).

Un derivado es un instrumento cuyo valor depende o es derivado del valor de otro instrumento. Un derivado puede ser un futuro, un forward, Swaps, opciones reales o financieras, etc. Será muy útil, puesto que aportan flexibilidad a procesos de inversión ya que los activos subyacentes sobre los que versan son variados: acciones, divisas, instrumentos de deuda, materias primas. Los métodos de valoración de inversiones de capital y de riesgo de crédito que utilizan las teorías de opciones (Black-Sholes-Merton) son ampliamente utilizados. El mercado de derivados con mayor volumen es el denominado Over The Counter (OTC), véase para apreciarlo la Figura 4.



Figura 5: Volumen del mercado de derivados en OTC y en Exchange.



Fuente: MEFF

Ante la incertidumbre de cómo se comportarán los mercados, y el riesgo presente por la volatilidad en los mercados, que mantiene a todos los profesionales alerta sobre todo sobre en el mercado americano¹ (posible subida de tipos de interés por parte de la FED, apreciación del dólar, pleno empleo sin subida de salarios que se traduce en estancamiento del consumo privado etc.), queremos eliminar este riesgo, lo que explica la estrategia de cobertura posicionada. Para medir la volatilidad presente en el S&P, remito a la Figura 5, representa el VIX, índice de volatilidad del S&P500, esperándose que esté comprendido entre niveles de 15 a 25², por encima de niveles previos a la crisis de 2007.

Como estrategia de cobertura con opciones para aportar cobertura a la cartera, seguiremos el “Bear put spread”. Esta estrategia bajista consiste en comprar una put cercana al precio actual del subyacente (ATM) y vender una put con strike más bajo (OTM) del mismo vencimiento para financiar parte de la compra de la put ATM. De este modo, la cartera estará cubierta a partir de que el activo subyacente caiga por debajo del strike K2,

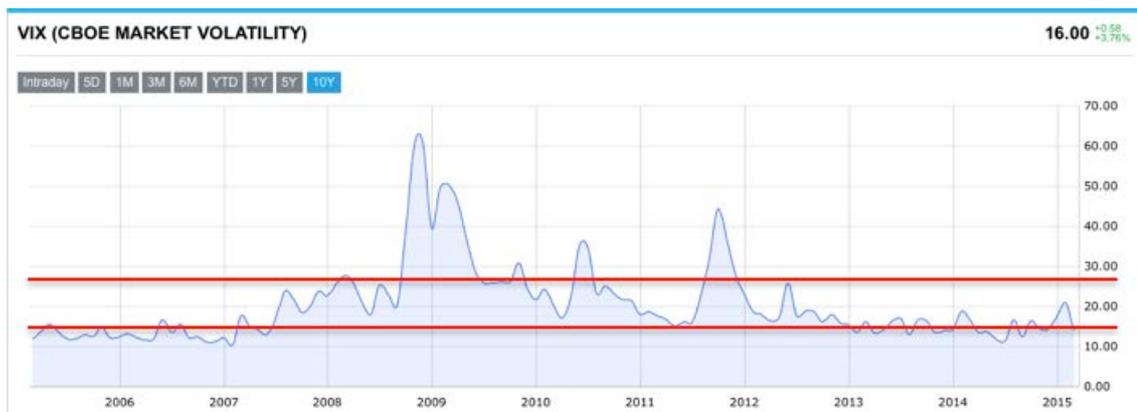
¹ Haciendo lectura de Semanales e investigaciones y análisis Macro de bancas de inversión, por temas de confidencialidad, no puedo anexarlo. Si lo estimara oportuno podría mostrarlo al Tribunal calificador.

² Consenso de gestores de Carmignac en una Conferencia de Gestión, Martes 3 de Febrero 2015, Carlos Galvis, gestor de Renta Fija y Sandra Crawl, Miembro del Comité de Inversión.



sin obtener beneficio hasta alcanzar el punto de break-even. Cuando el precio del activo subyacente es menor que K_1 la estrategia proporciona un pago en vencimiento igual a $K_2 - K_1$.

Figura 6: Evolución del índice de volatilidad del S&P 500 (VIX).

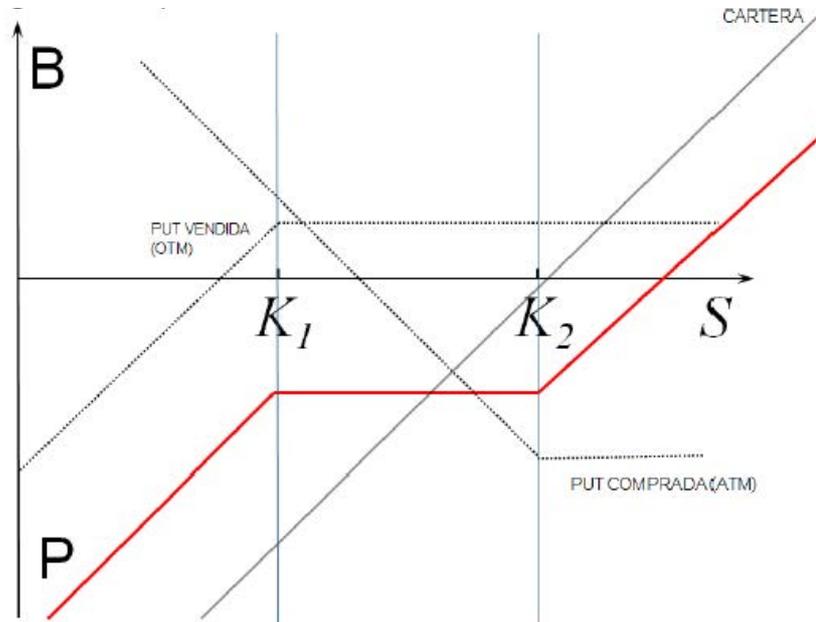


Fuente: Chicago Board Options Exchange (CBOE) Markets

Aplicada la estrategia a una posición larga para la cartera, la gráfica de pérdidas y ganancias queda modificada. Como podemos ver, Figura 6, entre los puntos K_1 y K_2 y valores de S_T menores a K_1 la cartera es inmune a los movimientos de mercado, limitándose la pérdida al coste neto de la estrategia.

El coste neto de la estrategia lo podemos calcular como la diferencia entre el precio de la put comprada menos la put vendida multiplicado por el número de contratos y el multiplicador del derivado. Mediante esta estrategia, el objetivo fundamental es inmunizar la cartera ante movimientos adversos de mercado sin la necesidad de reducir exposición a través de la venta de los activos, la forma tradicional, la cual incurre en mayores costes de transacciones tanto implícitos (bid-ask spread) como explícitos (gastos de bróker y liquidación).

Figura 7: Gráfica de pérdidas y ganancias.



Fuente: Credit Suisse

La decisión de hacer la estrategia de cobertura con opciones sobre el Mini- S&P se resumen en dos puntos. Primero resulta más barato que la opción sobre el índice. Segundo, es un mercado que cotiza de forma continuada prácticamente 24 horas, de lunes a viernes, excepto 15 minutos cada sesión, luego te permite operar con tus productos sin la condición de esperar a las aperturas de mercados (muy importante puesto que cualquier noticia puede afectar en los mercados).



Capítulo 6 ANÁLISIS DEL PROCESO DE INVERSIÓN

Para entender las razones que motivan las acciones del gestor, hay que analizarlas desde el punto de vista financiero-analítico que hay detrás. Este está compuesto fundamentalmente por la teoría de los mercados eficientes, “definiendo las estrategias de inversión, poniendo énfasis en la limitación de pérdidas”¹. Es aquí por tanto donde se toman las decisiones de invertir con referencia a una buena sincronización del mercado (en términos financieros anglosajones “*market timing*” que consiste en la estrategia con la que asumir decisiones anticipándose a los movimientos del mercado, reflejado en la gestión del fondo de IIC. Las reuniones son semanales, y se dispone de un documento resumen, adjunto en Anexo II, comité semanal elaborado por mí para la semana en que expuse la compañía Acerinox. En él se detallan los principales movimientos de mercado en todos los sectores relevantes a la cartera, y principales ideas de inversión bajo el punto de mira de los gestores.

Se tratará de hacer una especialización por tipo de activo, con un matiz local en la toma de decisiones. Se realiza un análisis macro, determinado por unos factores técnicos e indicadores de sentimiento. Se realiza un asignación de los activos (en términos financieros anglosajones “*asset allocation*”, proceso por el cual se determina el grado de diversificación que se adopta en función de los activos) para sobre/infraponderar en Renta Fija y Renta Variable, a su vez que una distribución geográfica y sectorial, para poder finalmente implementar las ideas de inversión directa a su vez que hacer las coberturas con opciones oportunas.

Podemos observar un déficit en la posición tomada en el sector de Materiales en cuanto a rentabilidad se refiere, véase Tabla 7, luego aportemos como idea de inversión un valor de este sector, con posible revalorización que pueda generar valor en nuestra cartera.

¹ Comités de Inversiones de Atlas Capital en particular y de cualquier Gestora en general.



4.1. Creación de valor

Es determinante para el gestor, la creación de valor. En palabras del Director General de Credit Suisse Gestión, Javier Alonso: “La lectura resulta esencial para el cerebro y para el aprendizaje, de ahí que, durante años, escritores, filósofos y autores de todas las épocas hayan lanzado sus particulares proclamas en pos de la lectura”. De ello, un profesional del sector (Gestión de Activos, mundo financiero en general), habrá de hacer reflexiones en base a las estrategias del mercado, realizar lecturas sobre finanzas, sobre predicciones, sobre la historia, sobre actitudes de los directivos de las empresas. Se debe tratar de analizar todos los temas relevantes para estar al día. Gracias a la lectura estaremos llegando a una sociedad del conocimiento, siendo el mercado el mayor paradigma de la nueva sociedad.

En el proceso de inversión de renta variable que se detalla, se seguirá un proceso “bottom-up”, con un análisis fundamental, con estilo “value”, definido como el “proceso de selección de inversiones en el que se eligen acciones independientemente del sector o del país al que pertenezcan” (Damodaran 2002). Se hace pues como una figura del “gestor-analista”, siguiendo unos métodos de valoración propios, junto con los informes de análisis externos, reuniones con analistas, conferencias etc., para llevar a cabo la implementación de la inversión. La idea de inversión pues, se compone de un modelo de valoración junto con la nota de la compañía.

La teoría de los mercados eficientes es uno de los pilares del pensamiento económico. Mercado eficiente, significa pues, “aquel donde los precios de los activos reflejan completamente toda la información disponible acerca de estos activos. Los precios de las acciones siempre están en equilibrio”, Elton, Gruber, Brown, y Goetzman (2011). No hemos de confundir pues un mercado eficiente con uno perfecto, al no significar lo mismo; un mercado puede ser eficiente y no ser perfecto.

Mercado perfecto, será definida siguiendo Elton, Gruber, Brown y Goetzmann (2011) “aquel mercado de capitales fluido, no existiendo costes de transacción; donde la competencia entre los agentes es perfecto; el mercado es informativamente eficiente, la



información no tiene coste y todos los agentes reciben simultáneamente la información; y donde todos los agentes esperan maximizar racionalmente su función de utilidad”.

Para ello, se debe realizar un análisis exhaustivo de los mercados, conociendo las tendencias, conociendo la opinión de distintos analistas de diferentes casas de inversión, para conocer la opinión del consenso y orientar la de uno propio, sujeta a variación por cambios radicales en los mercados como ha sido la reciente caída del rublo, caídas del precio del petróleo e inestabilidad por situaciones geopolíticas, que afectan a los mercados en general y empresas en particular con exposición directa o indirectamente al hecho. De ello, para nuestra cartera, buscamos valores a medio, largo plazo (por estrategia de inversión de “*buy and hold*” (CFA Institute, 2012), fundamentado en mantener la posición en la compra de activos de renta variable a largo plazo, esperando que es como mejor se comportan) que creamos estén infravalorados a mercado y tengan posible revaloración en precio, ya sea por su gestión contable, rendimiento productivo etc. En este caso, se expone una empresa cíclica, con Betas superiores a 1, es decir superiores a la Beta del mercado, con fuerte volatilidad por su condición de inseguridad frente a futuras estimaciones de resultados.

4.2. Proceso de inversión. ¿Por qué España?

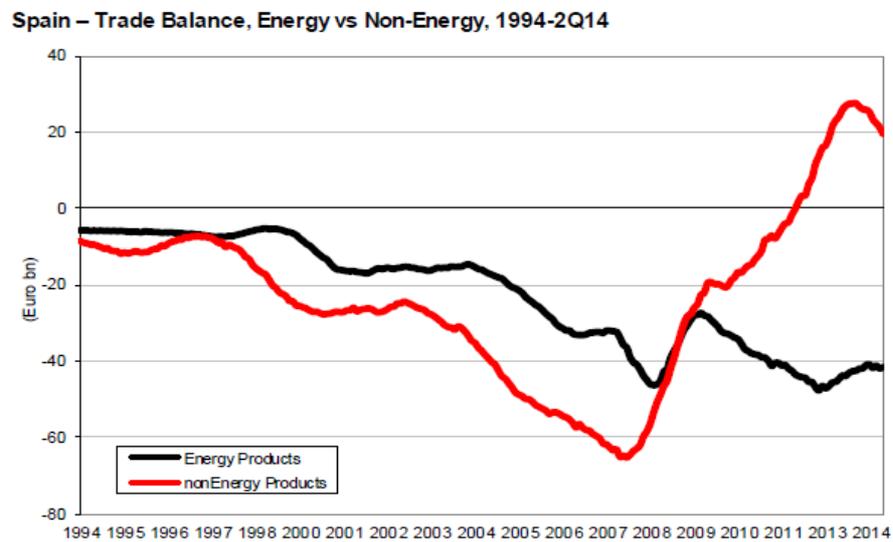
Analicemos una empresa española, del sector Materiales por lo comentado anteriormente en la introducción al capítulo 4. Acerinox, dedicada exclusivamente a la producción del acero inoxidable, se presenta como un fuerte valor para el 2015, como señalan varias casas de inversión. Esto supone una gestión de la cartera de forma activa. Con esta estrategia de gestión activa, los gestores creen posible batir al mercado, adelantándose a cualquier dato no reflejado quizás en la cotización, generando una posible y buscada rentabilidad que supere los costes de transacción y el riesgo asumido.

La pregunta que surge ahora es, ¿por qué España? Hagamos pues un análisis fundamental macro de coyuntura económica en España, para tratar de llegar a la conclusión de si se encuentra en una situación muy favorable de apoyo hacia el crecimiento. Si factores geopolíticos no lo impiden, en 2015 España puede alcanzar un crecimiento potencial por encima de las estimaciones.



Las condiciones monetarias establecidas por el Banco Central Europeo (BCE) se han vuelto más acomodaticias con el propósito de permanecer en esta situación durante los próximos 2 a 3 años, debido a la amenaza de deflación y holgura económica en España. El ciclo de crédito ha tocado fondo y ahora la voluntad de proporcionar apoyo es máxima, siempre que la crisis en la eurozona no vuelva a estallar. La inversión supone un pilar fuerte de España, que se beneficia de su comercio exterior. El costo de capital debería todavía disminuir más, especialmente para PYMES, mientras que los costos de mano de obra han caído de forma masiva, en beneficio de las empresas. Por ello espero de España una recuperación en niveles por encima de la Eurozona, con inversión de compañías y las exportaciones como medida impulsadora. De esta manera, España, se sitúa como alumno aventajado, y como el gran beneficiado de la caída del crudo. El deterioro coyuntural de la balanza comercial se verá compensado por la caída del crudo y la depreciación del Euro.

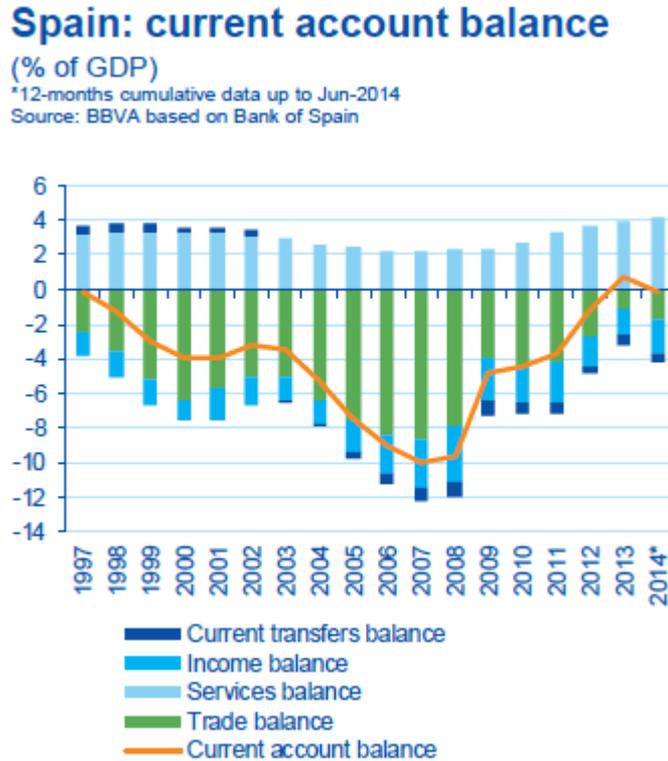
Figura 8: Gráfico de la balanza comercial en España, con y sin energía



Source: Economy Ministry and Santander Investment Bolsa.

Fuente: Credit Suisse, basado en datos del Ministerio de Economía y Santander

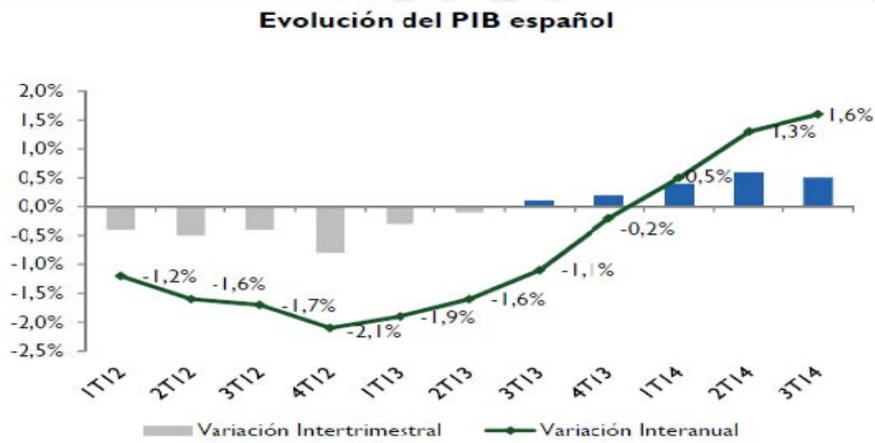
Figura 9: Gráfico de evolución del saldo por cuenta corriente en España en % del PIB.



Fuente: BBVA basado en datos del Banco de España

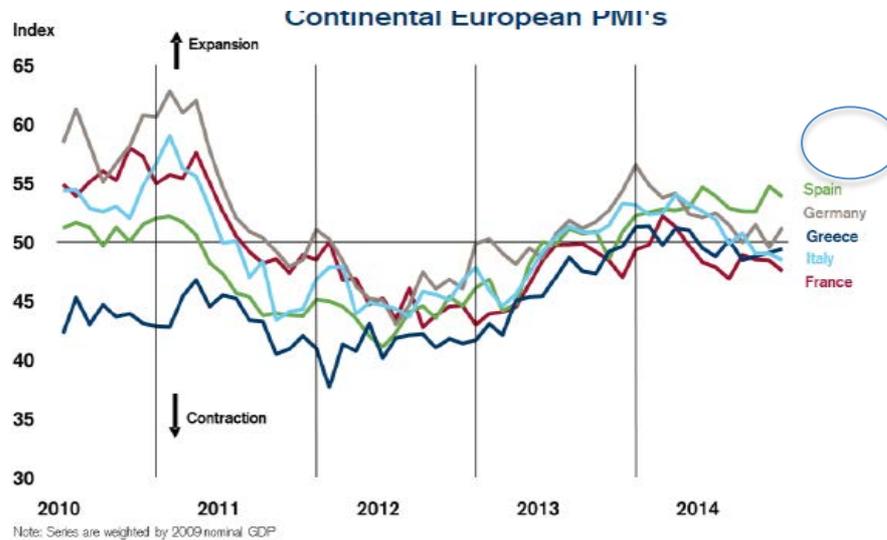
Por otro lado, la demanda interna en España toma el relevo, gracias a la recuperación del empleo, y el crecimiento del consumo privado, al igual que ingresos por servicios de turismo. Valga la ironía, en España ha vuelto a salir el sol, y por mucho tiempo esperemos.

Figura 10: Evolución del PIB español, variación intertrimestral y variación interanual.



Fuente: Credit Suisse

Figura 11: Gráfico de evolución del Índice de Gestora de compras.



Para quien aún desconfía de esta evolución, destaquemos el interés que tiene George Soros por la economía española recientemente. Este inversor profesional de gran reconocimiento mundial en el mundo de la inversión se caracteriza por leer la macroeconomía de forma magistral. Suele ir al fondo del asunto y no perderse en las grandes cifras como pueden hacer otros economistas muy mediáticos. En suma, permitan que les remita a cualquier presentación Plus Ultra (I, II y/o III) por D. Ignacio de la Torre, socio de Arcano y profesor del IE, fiel defensor del crecimiento en España (que actualmente se sitúa por encima de la zona de Euro). En su presentación de Plus Ultra, “The case for Spain I”, anticipaba, “con el crudo por debajo de los 80 dólares¹ y el euro-dólar a 1,26² importaremos menos euros en energía (unos 4.000 millones menos), exportaremos más y, posiblemente, crezcamos por encima del 2% [...] a futuro, el crecimiento se acelerará”.

4.2. Nota de inversión – Acerinox

Adjunto en Anexo III, nota de inversión analítica de la empresa, de forma cuantitativa y cualitativa.

La inversión será de 1.500 acciones de Acerinox a un precio de coste de 15,51€/acción a día 31/12/2014, a través de la liquidez en cuenta.

¹ Ya estamos viendo el precio del crudo por debajo de estos niveles en 2015.

² Desde Julio 2014 el EUR-USD ha caído de niveles del 1,36 a 1,10.



La inclusión de una nota técnica acompañando el proceso de inversión permite un control riguroso para el departamento de riesgos, de manera que el gestor-analista realice un estudio detallado de la compañía en cuestión con una valoración propia en números. Resulta de gran importancia este análisis personal, como reflejó en una cita memorable, Winston Churchill, político y estadista británico: “Solo me creo las estadísticas que he manipulado personalmente”.

Tras poder tener una reunión el viernes 27 de febrero 2015 en las oficinas del Banco Sabadell, con el Grupo Acerinox, Bernardo Velázquez (CEO) y Miguel Ferrandis (CFO), después de que presentaran resultados de 2014, mucho mejor de lo estimado por el consenso, comentaron sus aspectos fuertes para la generación de caja en el futuro.

Beneficio Neto de 2014: 136M€, supone 6x por encima del año anterior, con un EBITDA por encima de 450M€, casi 100% incremento respecto a 2013. Balance muy bueno, con ratio de deuda, 1,36x EBITDA.

Este resultado neto incorpora ya un deterioro contable de 23M€ por la reforma fiscal en España, que no supone salida de caja.

Positivos respecto a la decisión en manos de la Comisión Europea sobre el tema antidumping contra China y Taiwán, favoreciendo con el descenso de las importaciones de China. Respecto a los precios de la materia prima del níquel, como comentado en la nota técnica en el Anexo III, la compañía depende fuertemente de la volatilidad de esta materia prima, ven una posible subida a largo plazo, no muy pronunciada, pues China se ha mostrado como proveedor, aunque existe cierta incertidumbre respecto a los inventarios en el país. Resalta, el fuerte crecimiento en América (supone un 51% de sus ventas) gracias a la fábrica de Alabama, que ya hace producción de acería (antes importaban), y ven fuerte perspectiva de crecimiento y expansión en Asia, con Bahru Stainless, pudiendo suponer un importante catalizador, completando fase de construcción y próximamente incorporándose a los Planes de Eficiencia del Grupo, con ahorro en costes y haciendo la empresa eficaz.



Capítulo 7 GENERACIÓN DE RENTABILIDAD Y MEDICIÓN DE RIESGOS

5.1. *Performance del Fondo*

Evaluemos el rendimiento de la cartera extraída de carteras modelos y comparamos con la cartera proforma con la inclusión del valor, en términos de rentabilidad, durante el año 2015 hasta el día 10 de Marzo de 2015, datos de cartera extraídos a esta fecha, analizando también la evolución de la beta ex-ante de la cartera enfrentándolo al índice de referencia (“*benchmark*” en términos financieros anglosajones), véase Tabla 8.

5.2. *Control del riesgo de mercado*

Con el objetivo de medir el riesgo de la cartera, se ha de gestionar el riesgo de mercado de los activos financieros en cartera de manera que se evalúe los beneficios y las estrategias de inversión para optimizarlas. En palabras del Director General de Riesgos de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), Roberto Knop (2004), “en definitiva, se consigue la asignación óptima de capital”. Formalmente se entiende por riesgo de mercado, (Knop, Ordovás y Vidal 2004) riesgo de incurrir en pérdidas por el mantenimiento de posiciones en los mercados, como consecuencia de un movimiento adverso de las variables financieras, ejemplos como tipos de interés, tipos de cambio, precios de acciones o spreads de crédito.

Para lograr desarrollar el cálculo de riesgos de la cartera se recurre a un desarrollo programado por Matlab por el Departamento de Control de Credit Suisse. El ‘*Módulo de Riesgos*’, es una nueva herramienta de medición de riesgos, que me han permitido utilizar desde el Departamento de Control de Credit Suisse Gestión, herramienta preparada para abordar los retos regulatorios y poder cumplir con la normativa vigente y futura, así como establecer sistemas para límites internos de evaluación, medición y gestión de los riesgos de las carteras de sus propios Fondos de Inversión y SICAV’s gestionadas. Es una herramienta en proceso de desarrollo, luego no todas las opciones salen completas.



Para el cálculo de la Beta de la cartera, he recurrido al uso de un terminal Bloomberg, desarrollando una cartera que recoge como datos de entrada los ISINs de los activos, junto con su fecha de compra, precio de coste y número de títulos. Mediante distintas funciones, entre ellas <PORT>, se calcula el nivel de la Beta aproximada al índice de referencia.

5.3. Cálculo del VaR.

Como medida de complemento para el objetivo fundamental de análisis del riesgo de mercado de la cartera pre y post incluir el valor, habrá que calcular según (Knop, Ordovás y Vidal 2004) “la probabilidad de ocurrencia de las variaciones”.

Definamos inicialmente el **Value At Risk (VaR)** como “la pérdida máxima que puede tener una inversión en un determinado horizonte temporal y con un determinado nivel de confianza, en condiciones normales de mercado” (Knop, 2004). O siguiendo la definición dada por William F. Sharpe (1994), dada una cartera P, un período temporal T y un nivel de probabilidad Q, se estima un nivel de pérdidas L*, tal que existe una probabilidad Q de que de que las pérdidas efectivas sean iguales o menos que L* durante el período T. De modo que:

$$\text{Probabilidad } (L^* \geq L) = Q$$

El VAR de la cartera se obtendrá a partir de la siguiente ecuación:

$$\text{VaR} = W_0 \times (\lambda \times \sigma_p \times \sqrt{\Delta t} - \mu t)$$

Existen tres metodologías diferentes para el cálculo del VaR de una cartera:

- **Método paramétrico**
- Simulación MonteCarlo
- Simulación histórica

Es el primer método el utilizado en la herramienta de Modulo de Riesgos, programa que realiza una aproximación analítica que asume que la variable aleatoria “pérdidas/beneficios” de la cartera se comporta de una determinada forma (distribución normal). Por otro lado las otras dos metodologías desechadas, es por razones de tiempo de computación.



VaR paramétrico(95% confianza) = Volatilidad paramétrica (65%) x 1,65

Por otro lado mediante el terminal Bloomberg insertando la cartera, como otra vía he calculado el VaR de la cartera a un nivel de confianza del 99%, como método de comprobación, a priori y a posteriori de insertar el valor de Acerinox en cartera.

5.4. Backtesting

Es el procedimiento estadístico cuyo objetivo es validar la calidad y la precisión del modelo del cálculo del VaR, es decir aceptar y rechazar el modelo para un nivel de confianza y un horizonte temporal determinado, mediante la comparación de los resultados reales de las posiciones con las medidas de riesgo generadas.

Los parámetros utilizados son, un nivel de confianza del 95%, con un horizonte temporal de un año, factor de decaimiento del 0,96 y como moneda base el Euro. Estos son los parámetros fijados en el programa, luego no varié ninguno de ellos por su aplicación profesional después.

Para aquellos activos cuya serie histórica no sea suficiente para el cálculo de la volatilidad (o cotizara con poca frecuencia), se le asignará un valor (“*proxy*”) cuyo valor de VaR se presuma semejante. En los activos tanto de renta fija, renta variable como opciones de mi fondo de inversión no se presentan ningún instrumento con ID no válida o que requiera un proxy. Sin embargo esta información es importante para futuras investigaciones al añadir valores a la cartera a evaluar, puesto que supondrá cierta ineficiencia en el modelo de cálculo.

El informe generado en formato Excel, para mayor detalle, véase Tablas 10, realiza el cálculo del VaR de la cartera a priori y a posteriori de incluir el valor.



Tabla 8: Performance del Fondo de Inversión 2015 por activos. Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de Bloomberg

Datos a cierre del día 10/03/2015

ISIN	FONDOS	%CARTERA	BENCHMARK	TITULOS	COTIZ	VAR(%) (HOY)	COSTE	VAR (%) ACUM	VAR (%) 27/02/15	VAR (%) YTD
	MSCI WORLD		100,00%		1712,55	-1,68%	1205,67	42,04%	-3,40 %	0,17%
DE0005190037	ACCS. BAYERISCHE MOTOREN WERK (BMW3 GY)	1,22%		170	87,14	-0,39%	38,9	124,01%	0,86%	28,45%
DE0007664039	ACCS. VOLKSWAGEN AG-PFD (VOW3 GY)	0,86%		45	231,3000	-0,39%	191,48	20,80%	2,57%	25,26%
US2546871060	ACCS. WALT DISNEY CO. (DIS US)	7,95%		1.000	103,09	-2,06%	48,93	110,69%	-0,95 %	9,45%
CH0012255151	ACCS. SWATCH GROUP AG-BEARER (UHR VX)	6,41%		200	415,40	-0,38%	515,23	-19,38 %	-4,40 %	-6,48 %
ES0112501012	ACCS. EBRO FOODS S.A.(EBRO SM)	0,70%		500	17,00	0,00%	16,07	5,79%	-0,21 %	24,00%
US1912161007	ACCS. COCA-COLA COMPANY (KO US)	7,85%		2.500	40,6900	-1,69%	42	-3,12 %	-6,03 %	-3,62 %
PTGAL0AM0009	ACCS. GALP ENERGIA SGPS SA-B SHR(GALP PL)	0,58%		750	9,44	-7,86%	11,67	-19,11 %	-10,14 %	11,97%
US1667641005	ACCS. CHEVRON CORP. (CVX US)	7,14%		900	102,91	-1,00%	102,91	0,00%	-3,53 %	-8,26 %
CH0244767585	ACCS. UBS GROUP AG (UBSG VX)	7,98%		6.000	17,24	-0,06%	17,8	-3,15 %	2,93%	0,88%
DE0005140008	ACCS. DEUTSCHE BANK AG REGISTER (DBK GY)	0,81%		335	29,1950	-0,60%	24,8	17,72%	-0,61 %	16,85%
FR0000130452	ACCS. FERROVIAL (FER SM)	7,82%		5.000	18,95	0,00%	122,75	-84,56 %	0,05%	15,37%
FR0000130452	ACCS. EIFFAGE (FGR FP)	0,73%		165	53,64	-0,94%	54,66	-1,87 %	7,72%	27,35%
LU0323134006	ACCS. ARCELORMITTAL (BOLSA AMSTERDAM) (MT NA)	0,40%		500	9,77	-2,63%	35,92	-72,81 %	-0,04 %	7,46%
GB0007188757	ACCS. RIO TINTO PLC ORD (RIO LN)	0,37%		160	28,3000	-2,75%	40,46	-30,05 %	-11,34 %	-5,67 %
US5951121038	ACCS. MICRON TECHNOLOGY INC (MU US)	3,83%		1.800	27,61	-3,66%	29,56	-6,60 %	-9,98 %	-21,14 %
ES0109067019	ACCS. AMADEUS IT HOLDING SA-A SHS (AMS SM)	6,20%		2.000	37,55	-0,01%	26,50	41,68%	1,89%	13,48%
US38259P7069	ACCS. GOOGLE INC-CL C (GOOG US)	8,56%		200	555,01	-2,43%	533,55	4,02%	-0,61 %	6,04%
LU1036585435	PART. ROBECO EMERGING STARS-I USD (RESEMIU LX)	7,15%		900	102,9700	-1,32%	101,69	1,26%	-4,78 %	-1,64 %
XS0972570351	TELEFO 6.5 09/29/49 Corp (BBB Rating)	2,80%		300	113,30	-0,19%	109,28	3,67%	-0,04 %	3,35%
	LIQUIDEZ	20,63%		250000						
	CARTERA INVERSION	100,00%	100,00%							
ES0132105018	ACCS. ACERINOX (ACX SM)			1.500	15,27	-1,04%	12,51	22,11%	4,91%	22,11%

Nota: Var (% HOY), sería la variación del activo respecto al cierre del día anterior (09-03-2015)

Para mayor detalle de los cálculos de la tabla, adjunto en Anexo IV: Desglose de la cartera

Mediante el cálculo de rentabilidades YTD ponderado cada peso, la rentabilidad de la cartera a YTD es un **2,33%**

La rentabilidad del índice MSCI World a YTD es de un 0,17%



Tabla 9: Performance del Fondo de Inversión 2015 por activos incluyendo Acerinox. Fuente: Elaboración propia, datos extraídos de Bloomberg

Datos a cierre del día 10/03/2015.

ISIN	FONDOS	%CARTERA	BENCHMARK	TITULOS	COTIZ	VAR(%) (HOY)	COSTE	VAR (%) ACUM	VAR (%) 27/02/15	VAR (%) YTD
	MSCI WORLD		100,00%		1712,55	-1,68%	1205,67	42,04%	-3,40 %	0,17%
DE0005190037	ACCS. BAYERISCHE MOTOREN WERK (BMW3 GY)	1,22%		170	87,14	-0,39%	38,9	124,01%	0,86%	28,45%
DE0007664039	ACCS. VOLKSWAGEN AG-PFD (VOW3 GY)	0,86%		45	231,3000	-0,39%	191,48	20,80%	2,57%	25,26%
US2546871060	ACCS. WALT DISNEY CO. (DIS US)	7,92%		1.000	103,09	-2,06%	48,93	110,69%	-0,95 %	9,45%
CH0012255151	ACCS. SWATCH GROUP AG-BEARER (UHR VX)	6,39%		200	415,40	-0,38%	515,23	-19,38 %	-4,40 %	-6,48 %
ES0112501012	ACCS. EBRO FOODS S.A.(EBRO SM)	0,70%		500	17,00	0,00%	16,07	5,79%	-0,21 %	24,00%
US1912161007	ACCS. COCA-COLA COMPANY (KO US)	7,82%		2.500	40,6900	-1,69%	42	-3,12 %	-6,03 %	-3,62 %
PTGAL0AM0009	ACCS. GALP ENERGIA SGPS SA-B SHR(GALP PL)	0,58%		750	9,44	-7,86%	11,67	-19,11 %	-10,14 %	11,97%
US1667641005	ACCS. CHEVRON CORP. (CVX US)	7,12%		900	102,91	-1,00%	102,91	0,00%	-3,53 %	-8,26 %
CH0244767585	ACCS. UBS GROUP AG (UBSG VX)	7,95%		6.000	17,24	-0,06%	17,8	-3,15 %	2,93%	0,88%
DE0005140008	ACCS. DEUTSCHE BANK AG REGISTER (DBK GY)	0,80%		335	29,1950	-0,60%	24,8	17,72%	-0,61 %	16,85%
FR0000130452	ACCS. FERROVIAL (FER SM)	7,79%		5.000	18,95	0,00%	122,75	-84,56 %	0,05%	15,37%
FR0000130452	ACCS. EIFFAGE (FGR FP)	0,73%		165	53,64	-0,94%	54,66	-1,87 %	7,72%	27,35%
LU0323134006	ACCS. ARCELORMITTAL (BOLSA AMSTERDAM) (MT NA)	0,40%		500	9,77	-2,63%	35,92	-72,81 %	-0,04 %	7,46%
GB0007188757	ACCS. RIO TINTO PLC ORD (RIO LN)	0,37%		160	28,3000	-2,75%	40,46	-30,05 %	-11,34 %	-5,67 %
US5951121038	ACCS. MICRON TECHNOLOGY INC (MU US)	3,82%		1.800	27,61	-3,66%	29,56	-6,60 %	-9,98 %	-21,14 %
ES0109067019	ACCS. AMADEUS IT HOLDING SA-A SHS (AMS SM)	6,17%		2.000	37,55	-0,01%	26,50	41,68%	1,89%	13,48%
US38259P7069	ACCS. GOOGLE INC-CL C (GOOG US)	8,53%		200	555,01	-2,43%	533,55	4,02%	-0,61 %	6,04%
LU1036585435	PART. ROBECO EMERGING STARS-I USD (RESEMIU LX)	7,12%		900	102,9700	-1,32%	101,69	1,26%	-4,78 %	-1,64 %
XS0972570351	TELEFO 6.5 09/29/49 Corp (BBB Rating)	2,79%		300	113,30	-0,19%	109,28	3,67%	-0,04 %	3,35%
ES0132105018	ACCS. ACERINOX (ACX SM)	1,88%		1.500	15,27	-1,04%	12,51	22,11%	4,91%	22,11%
	LIQUIDEZ	19,01%		231.242,50						
	CARTERA INVERSION	100,00%	100,00%							

Nota: Var (% HOY), sería la variación del activo respecto al cierre del día anterior (09-03-2015)

La rentabilidad de la cartera a YTD ponderado por cada peso es un **2,81%**

La rentabilidad del índice MSCI World YTD es de un 0,17%



Capítulo 8 ANÁLISIS DE RESULTADOS

En este capítulo se resumirá los resultados calculados en los capítulos anteriores. Con ello se verá la capacidad de influencia del gestor en la gestión de la cartera, considerando si la incorporación de Acerinox en la cartera mejora el déficit encontrado en el sector de Materiales en Renta Variable.

En la presente investigación se han probado varias metodologías para poder llegar a determinar si la teoría de la diversificación de Markowitz, incluyendo un valor más de renta variable a la cartera a un sector determinado, afecta, logrando una mayor rentabilidad asumiendo un nivel de riesgo acorde a la cartera o disminuyéndola y como esta decisión de inversión se ve relacionada directamente con la capacidad del gestor.

8.1. Coeficiente Beta de la cartera

La Beta de la cartera, siendo esta la suma ponderada de las betas individuales de cada activo de la cartera, nos mostrará como varía la rentabilidad de la cartera con respecto al cambio en el índice de referencia (“*benchmark*”), en la cartera ANFEMAR, el índice MSCI World. Será por tanto una medida de volatilidad, o riesgo sistémico de la cartera en comparación con el índice MSCI en completo.

$$\beta_{\text{CARTERA}} = \sum W_i \beta_i$$

calculando cada Beta individual de cada activo como:

$$\beta_{\text{INDIVIDUAL}} = \text{COV}(R_i, R_M) / \sigma^2(R_M)$$

siendo R_i : rentabilidad del activo; R_M : rentabilidad del mercado; $\sigma^2(R_M)$: varianza del mercado

El cálculo del coeficiente beta de una cartera sin embargo puede realizarse de diversos métodos, mediante una regresión entre rentabilidades durante un periodo de tiempo de cada acción contra la rentabilidad del índice MSCI; otro método sería mediante el cálculo de la pendiente entre rentabilidades de cada acción con la del índice; o mediante la división



entre covarianza de rentabilidades de cada acción con la rentabilidad del índice, entre la varianza de las rentabilidades del índice MSCI. Finalmente, el terminal Bloomberg, calcula el coeficiente beta de la cartera de manera más óptima, luego me baso en su resultado.

El fondo con una beta superior a uno reflejará con mayor brusquedad los movimientos del mercado, por tanto en mercados alcistas, supondrá mayores beneficios. En palabras de Diego Fernández, director de selección de fondos en A&G, “el gestor estará utilizando la beta como fuente de alpha (generación de valor), aunque eso rompa alguna teoría económica”.

En atención a la Tabla 10 (mayor desglose en Anexo IV), podemos ver que la Beta de la cartera permanece constante al redondear puesto que el valor incluido no forma parte del índice de referencia. Esto significa, que la gestión está encontrando valor (aumentando el coeficiente alpha de la cartera) desvinculándose del índice de referencia, que sería lo que trata de realizar un gestor de fondos, generando valor y por tanto rentabilidad en la cartera.

Tabla 10: Cálculo del coeficiente Beta de las carteras.

ANFEMAR, FONDO DE INVERSIÓN	
Beta ex ante a priori	Beta a posteriori
0,77	0,77

Fuente: Informe Elaboración Propia, con el terminal Bloomberg, función <PORT>

8.4. Performance de la cartera: ANFEMAR, FI

En la Tabla 8, se plantea recogido con datos históricos desde el 1 de Enero 2015 a fecha 10 de Marzo de 2015, las variaciones de cada activo de la cartera y la rentabilidad YTD de la cartera ponderando cada peso, con una rentabilidad de la cartera con Acerinox de 2,81%.

8.3. Resultados Backtesting y cálculo del VaR

A primera vista los resultados del backtesting del performance de la cartera a priori y post-inclusión del valor, muestran una mayor rentabilidad en la cartera a posteriori de incluir



el valor, lo que supone un punto positivo a favor de la gestión realizada por el gestor de variar la composición de la cartera.

A continuación en la Tabla 11, podemos ver los resultados y comprobar de nuevo la descripción de los criterios empleados para el cálculo del VaR impuestos en el sistema de Control de Riesgos, y el definitivo cálculo a priori y a posteriori de la cartera de la inversión. El incremento del VaR de la cartera en comparación con la aportación en términos de rentabilidad, es ínfimo, luego comprueba que asumiendo un nivel de riesgo en la cartera superior, obtenemos una rentabilidad esperada mucho mayor.

Tabla 11: Informe Backtesting de ambas carteras

Parámetros utilizados en el cálculo del Value at Risk:

Metodología de cálculo: Modelo paramétrico	Factor Decaimiento: 1
Nivel de confianza: 95%	Fecha: 10/03/15
Horizonte temporal: 1	1 AÑO
Serie histórica de datos: 252	1,96

Descripción de los criterios empleados para el cálculo del VaR

Sigma (numero de desviaciones típicas)	1,65
Banda (nivel de confianza asociado a 1 cola)	95%

DATOS DEL BACKTESTING

NOMBRE IIC	VaR (%)	n, número de observaciones	Excepciones	% sb Muestra
ANFEMAR FI	11,81%	25		

A POSTERIORI, incluido el valor

DATOS DEL BACKTESTING

NOMBRE IIC	VaR (%)	n, número de observaciones	Excepciones	% sb Muestra
ANFEMAR FI	11,95%	25		

Fuente: Informe Elaboración Propia, con la herramienta Modulo de Riesgos



Capítulo 9 CONCLUSIONES

Como todo dato técnico en finanzas, las estimaciones en función de datos históricos no aseguran el comportamiento futuro del mercado, importante aviso legal en toda presentación, informe etc. que incluya cualquier dato de rentabilidades sobre algún valor o cartera. Sin embargo, esta investigación lleva a cabo un análisis aplicando las mejores técnicas para determinar el comportamiento del Fondo de Renta Variable Internacional con una gestión activa del gestor, y ver su alteración en base a los resultados obtenidos midiendo niveles de rentabilidad y riesgo asumidos.

9.1. Gestión activa de la cartera: resultado positivo

La inclusión del valor Acerinox en cartera ha supuesto una inversión en el Fondo que aumenta el nivel de riesgo de la cartera, sin embargo genera una mayor rentabilidad para la cartera (Tabla 8 y 9) en un mercado alcista como es el español, como se defiende en el Capítulo 4.2. “Proceso de Inversión: ¿Por qué España?”. Podemos observar en la Tabla 12, cómo la inclusión de Acerinox, supone una de las mejores apuestas del fondo, como contribución al riesgo activo, datos extraídos del terminal Bloomberg, a través de las funciones de Portfolio Set Up <PRTU> y Bloomberg’s Portfolio & Risk Analytics solution <PORT>.

Tabla 12: Cartera Proforma, mejores apuestas

Item	Portfolio % Weight	Active % Weight	Tot. Active	Marginal (X100)	Risk Contribution	% Risk
Top Bets						
SWATCH GROUP AG/THE-BR	5,2192021	5,2192021	1,8233	6,01043415	7,37953281	
AMADEUS IT HOLDING SA-A SHS	4,94855898	4,94855898	1,583266	3,7846756	4,40581608	
UBS GROUP AG	6,54595478	6,54595478	1,874033	2,33925557	3,60221481	
FERROVIAL SA	6,15302804	6,15302804	1,733127	2,23109865	3,22943544	
ACERINOX SA	1,46407893	1,46407893	0,574845	1,86859906	0,64357555	
EBRO FOODS SA	0,50820763	0,50820763	0,154028	0,78378391	0,09370364	
Bottom Bets						
WALT DISNEY CO/THE	6,4575447	6,4575447	1,431047	-6,12727213	-9,30793858	
COCA-COLA CO/THE	6,01729857	6,01729857	1,259081	-5,91694832	-8,37564564	
CHEVRON CORP	5,66997324	5,66997324	1,626466	-6,23753691	-8,31980324	
GOOGLE INC-CL C	6,71182894	6,71182894	1,787776	-4,64781952	-7,33852959	
ROBEKO EMERGING STARS-IUSD	5,66889067	5,66889067	1,07064	-4,61466169	-6,15399075	

Fuente: Bloomberg



Por los motivos explicados en el capítulo 8 “Análisis de Resultados”, comprobado por dos metodologías, a través del sistema de Control de Riesgos y el terminal de Bloomberg, la cartera analizada proforma garantiza una mayor diversificación acorde a la teoría de Markowitz comentada en el capítulo 3.3. “Estructura de la cartera”, ofreciendo una cartera con mayores rentabilidades a niveles de riesgo asumibles con el Folleto. La cartera ha batido la rentabilidad del índice de referencia mediante una estrategia de lograr valor (alpha), realizando una inversión fuera de lo referenciado en el índice, obteniendo una rentabilidad YTD con el valor de 2,81%, calculado en la Tabla 9 y más desglosado en el Anexo IV.

9.2. Futuras Metodologías

El presente trabajo de investigación ofrece datos convincentes para determinar el “buen hacer” profesional del gestor, y justifica la inclusión del nuevo valor de ese determinado sector para la cartera, sin embargo el modelo utilizado y desarrollado para concluir ello se limita y no es lo suficientemente amplio.

El modelo más completo sería analizando un Fondo de Inversión con todo el detalle con más valores, con una mayor diversificación, y con una inversión mucho mayor, en término de títulos del valor, para comprobar la diferencia que resulta al incluirlo. Asimismo, cabría resaltar la posibilidad de incluir un valor que esté incluido en el índice de referencia para averiguar en mayor medida el efecto de diversificación en términos de rentabilidad-riesgo en la cartera. Finalmente podríamos incluir un horizonte temporal mayor para reflejar que se incluye en el precio de cotización el desarrollo y crecimiento de la compañía.



BIBLIOGRAFÍA

Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección ACCID. (2012) «*Nuevas Tendencias en Finanzas Corporativas: Bases conceptuales y aplicaciones prácticas*». 1ª ed. Barcelona: Profit Editorial, 94-98

CFA Institute (2012) «*Portfolio Management*». 1 Ed. London: Pearson

CNMV (2002) Guía Informativa «*Qué debe saber de los fondos de inversión y la inversión colectiva*» 4 ed. Madrid: Artegraf, S.A.

DAMODARAN, A. (2002) «*Investment Valuation*» 2nd ed. New York: Wiley Finance

ELTON E., GRUBER M., BROWN S., y GEOTZMANN W. (2011) 'Eficient markets' en «*Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*». 8th ed. Asia: John Wiley & Sons Inc. 396-426

FERRUZ, L., MARCO, I., SARTO, J.L. y VICENTE, L. (2004) 'La industria de los Fondos de Inversión en España: Situación Actual y evaluación de su eficiencia'. Tribuna de Economía.163-178

HULL, J. (2009) «*Options, Futures and Other Derivatives*» 7th ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall

IE BUSINESS SCHOOL Y PRICE WATERHOUSE COOPERS (Junio 2011) en el "Informe del Centro del Sector Financiero relativo a MIFID: un desafío para las entidades financieras"

IGLESIAS, S. (1998): «La determinación de carteras óptimas: una revisión del modelo de Markowitz». Ponencias- AEDEM, 1163-1173

SHARPE, W. (1994). "The Sharpe Ratio". The Journal of Portfolio Management **21** (1): 49–58.

KNOP, R., ORDOVÁS, R. y VIDAL, J (2004). 'Riesgos de mercado' en «*Medición de Riesgos de Mercado y Crédito*» 1ª ed. Barcelona: Ed. Ariel 75, 91

MARKOWITZ, H. (1991) 'Investment in large number of securities' en «*Portfolio Selection*» 2nd ed. USA: Blackwell Publishers Ltd

MARKOWITZ, H. (1952) «Portfolio selection». Journal of Finance, vol. 7, n.º 1, Marzo, 77-91

MARTINEZ ABASCAL, E. (2005) 'Técnicas de administración' en «*Futuros y Opciones en la gestión de carteras*» 1ª ed, 83-85

MARTINEZ-ALDAMA, A. (2012) 'Características generales y regulación de las IICs en España' en «*Situación Actual y perspectivas de las IICs*» INVERCO 43-58



MENDIZABAL A., MIERA A., ZUBIA M. (2002) «*El modelo de Markowitz en la gestión de carteras*» 1 ed. Madrid.

SOLDEVILLA, E. (1982) «*El Coeficiente Beta en el análisis de cartera su alcance y significación*» Revista Española de Financiación y Contabilidad. Vol. XI (n 38 y 39), 320

LEGISLACIÓN E INFORMES

Decreto-Ley 7/1964, sobre ‘*Sociedades y Fondos de Inversión y Bolsas de Comercio*’
http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-1964-7560

Directiva 2004/39 sobre ‘*Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)*’
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:145:0001:0044:ES:PDF>

Directiva 2009/65/CE sobre ‘*disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios*’
<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0032:00 96:es:PDF>

Ley de 15 de julio de 1952 sobre ‘*Viviendas de renta limitada*’
https://sede.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/B957A32D-2019-4FC6-B90D-8F44F8A7A843/104323/L_150755.pdf

Ley de diciembre de 1984 sobre ‘*Instituciones de Inversión Colectiva*’

Ley de 4 de noviembre, 35/2003, sobre ‘*Instituciones de Inversión Colectiva*’ modifica posteriormente por:

Ley de 4 de octubre, 31/2011 sobre ‘*Instituciones de IICs*’
<http://www.boe.es/boe/dias/2011/10/05/pdfs/BOE-A-2011-15621.pdf>

Ley 47/2007 y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el Régimen Jurídico de las empresas de servicios de inversión

INVERCO (2014) ‘Informe Anual 2014 Las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones’. [online] disponible en
http://www.inverco.es/documentos/publicaciones/documentos/0007_INFORME%20ANUAL%20IIC%20y%20FONDOS%20DE%20PENSIONES/C90_AHORRO%20FINANCIERO%20DE%20LAS%20FAMILIAS-IICs%20y%20FP-2014.pdf

MAUBOUSSIN, M. (2013) ‘Why rational investors do apparently irrational things’. Behavioural Finance – Global Megatrends Conference [online] disponible en
<https://www.credit-suisse.com/media/sites/megatrends/doc/london-megatrends-2013-behavioural-finance.pdf>



ANEXOS



Anexo I :

Folleto

Nº Registro Fondo CNMV: 250

CS RENTA VARIABLE INTERNACIONAL, FI

(Anteriormente denominado: GLOBAL VARIABLE, FI)

El valor del patrimonio en un fondo de inversión, cualquiera que sea su política de inversión, está sujeto a las fluctuaciones de los mercados, pudiendo obtenerse tanto rendimientos positivos como pérdidas.

El documento con los datos fundamentales para el inversor, o en su caso, el folleto simplificado debe ser entregado, previa la celebración del contrato, con el último informe semestral publicado. El folleto contiene el Reglamento de Gestión. Todos estos documentos, con los últimos informes trimestral y anual, pueden solicitarse gratuitamente y ser consultados por medios telemáticos en la Sociedad Gestora o en las entidades comercializadoras, así como en los Registros de la CNMV. Para aclaraciones adicionales diríjase a dichas entidades.

DATOS GENERALES DEL FONDO

Fecha de constitución Fondo: 28/05/1991

Fecha registro en la CNMV: 11/07/1991

Gestora: CREDIT SUISSE GESTION, S.G.I.I.C., S.A.

Grupo Gestora: CREDIT SUISSE

Depositario: CREDIT SUISSE AG, SUCURSAL EN ESPAÑA

Grupo Depositario: CREDIT SUISSE

Auditor: KPMG AUDITORES, S.L

POLÍTICA DE INVERSIÓN

Perfil de riesgo del fondo y del inversor: 5, en una escala de 1 a 7.

Categoría: Fondo de Inversión. RENTA VARIABLE INTERNACIONAL.

Plazo indicativo de la inversión: Este fondo puede no ser adecuado para inversores que prevean retirar su dinero en un plazo de 5 años.

Objetivo de gestión, política de inversión y riesgos:

La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice MSCI World

El Fondo invertirá, tanto directa como indirectamente a través de IIC (máximo el 10%), más del 75% de la exposición total en activos de renta variable y el resto de la exposición total en activos de renta fija. La exposición al riesgo divisa del Fondo oscilará entre el 0% y el 100% de la exposición total.

En cuanto a la renta variable, se invertirá, directa e indirectamente, en valores tanto de alta como de media o baja capitalización pertenecientes a cualquier sector económico.

En cuanto a la renta fija, el Fondo invertirá, directa e indirectamente, en activos de renta fija pública o privada, incluyendo depósitos, e instrumentos del mercado monetario, cotizados o no, que sean líquidos. No se exigirá calificación crediticia mínima ni a las emisiones ni a los emisores, pudiendo incluso invertir en emisiones o emisores sin calificación crediticia. La duración media de la cartera de renta fija no está predeterminada.

En relación con los emisores de los activos de renta variable y renta fija y los mercados en los que cotizan, no existe predeterminación, pudiendo invertir tanto en países OCDE como en emisores o mercados de países emergentes, sin limitación.

Las IIC en las que se invierte son IIC financieras, que sean activo apto, armonizadas o no, que pertenezcan o no al grupo de la Gestora.

El grado máximo de exposición a instrumentos financieros derivados es el importe del patrimonio neto.

Se podrá invertir más del 35% del patrimonio en valores emitidos o avalados por un Estado miembro de la Unión Europea, una Comunidad Autónoma, una Entidad Local, los Organismos Internacionales de los que España sea miembro y Estados con calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España.

Se podrá operar con instrumentos financieros derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión y no negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura y de inversión. Esta operativa comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta, por el apalancamiento que conllevan y por la inexistencia de una cámara de compensación.

Se podrá invertir hasta un máximo conjunto del 10% del patrimonio en activos que podrían introducir un mayor riesgo que el resto de las inversiones como consecuencia de sus características, entre otras, de liquidez, tipo de emisor o grado de protección al inversor. En concreto se podrá invertir en:

- Las acciones y activos de renta fija admitidos a negociación en cualquier mercado o sistema de negociación que no tengan características similares a los mercados oficiales españoles o no estén sometidos a regulación o dispongan de otros mecanismos que garanticen su liquidez al menos con la misma frecuencia con que la IIC inversora atienda los reembolsos.
- Las acciones y participaciones de entidades de capital riesgo pertenecientes o no al grupo de la Sociedad Gestora, que sean transmisibles.

Advertencias sobre los riesgos relevantes de las inversiones:

Las inversiones descritas pueden conllevar, entre otros, un riesgo del mercado de renta variable, de tipo de interés, de tipo de cambio, así como de inversión en países emergentes.

Información complementaria sobre las inversiones:

La cartera del Fondo esta referenciada inicialmente al siguiente índice: MSCI World (elaborado por Morgan Stanley, recoge la evolución de aprox. 1600 empresas cotizadas en los 22 países que forman los índices nacionales MSCI. Más información en www.morganstanley.com). El índice de referencia, respetando la política de inversión descrita, podrá variar a criterio de la Gestora, atendiendo a las condiciones de mercado o a cambios en los criterios de inversión, eligiendo siempre índices representativos de los mercados a los que se refiere la política de inversión descrita.

Para medir la exposición total al riesgo de mercado asociada a instrumentos financieros derivados se aplicará la metodología del compromiso.

En relación con los instrumentos financieros derivados OTC, se podrán recibir garantías colaterales para mitigar (total o parcialmente) el riesgo de impago de las contrapartes, de cualquier tipo permitido por la normativa aplicable en cada momento, y en el cálculo se aplicarán márgenes según las prácticas del mercado en función de sus características. Si la garantía fuese efectivo, éste se reinvertirá de acuerdo con lo establecido en la normativa vigente, lo cual conlleva un riesgo de crédito, tipo de interés y mercado.

Las contrapartidas tendrán solvencia suficiente a juicio de la Gestora.

El fondo tiene intención de utilizar las técnicas e instrumentos a que se refiere el artículo 18 de la Orden EHA/888/2008, siempre en el mejor interés del mismo. Los repos en los que podrá invertir el fondo consistirán en operaciones de adquisición temporal de deuda pública con pacto de recompra, en general el vencimiento será inferior a siete días, no obstante, dependerá del criterio de la gestora. La finalidad



de los repos será gestionar de forma más eficiente la liquidez del fondo. El riesgo de contrapartida de los repos no se considera relevante al estar su importe colateralizado por el propio activo subyacente sobre el que se realiza la adquisición temporal si bien existen los riesgos asociados a dicho activo.

La operativa con valores mobiliarios e instrumentos financieros llevada a cabo con la finalidad de gestionar más eficientemente la cartera será económicamente adecuada para el fondo, en el sentido de que resultará eficaz en relación a su coste. Las entidades a las que se abone este coste serán entidades de reconocido prestigio en el mercado, pudiendo pertenecer o no al grupo de la Gestora.

El fondo cumple con la Directiva 2009/65/CE.

El fondo invierte en otras Instituciones de Inversión Colectiva, no obstante no podrá invertir más de un 10% del patrimonio en las mismas. Se permitirán situaciones transitorias de menor riesgo de la cartera, sin que ello suponga una modificación de la vocación inversora.

Detalle de los riesgos inherentes a las inversiones:

Riesgo de inversión en países emergentes: Las inversiones en mercados emergentes pueden ser más volátiles que las inversiones en mercados desarrollados. Algunos de estos países pueden tener gobiernos relativamente inestables, economías basadas en pocas industrias y mercados de valores en los que se negocian un número limitado de éstos. El riesgo de nacionalización o expropiación de activos, y de inestabilidad social, política y económica es superior en los mercados emergentes que en los mercados desarrollados. Los mercados de valores de países emergentes suelen tener un volumen de negocio considerablemente menor al de un mercado desarrollado lo que provoca una falta de liquidez y una alta volatilidad de los precios.

Riesgo de mercado: El riesgo de mercado es un riesgo de carácter general existente por el hecho de invertir en cualquier tipo de activo. La cotización de los activos depende especialmente de la marcha de los mercados financieros, así como de la evolución económica de los emisores que, por su parte, se ven influidos por la situación general de la economía mundial y por circunstancias políticas y económicas dentro de los respectivos países. En particular las inversiones conllevan un:

- Riesgo de mercado por inversión en renta variable: Derivado de las variaciones en el precio de los activos de renta variable. El mercado de renta variable presenta, con carácter general una alta volatilidad lo que determina que el precio de los activos de renta variable pueda oscilar de forma significativa.

- Riesgo de tipo de interés: Las variaciones o fluctuaciones de los tipos de interés afectan al precio de los activos de renta fija. Subidas de tipos de interés afectan, con carácter general, negativamente al precio de estos activos mientras que bajadas de tipos determinan aumentos de su precio. La sensibilidad de las variaciones del precio de los títulos de renta fija a las fluctuaciones de los tipos de interés es tanto mayor cuanto mayor es su plazo de vencimiento.

- Riesgo de tipo de cambio: Como consecuencia de la inversión en activos denominados en divisas distintas a la divisa de referencia de la participación se asume un riesgo derivado de las fluctuaciones del tipo de cambio.

El fondo presenta también los siguientes riesgos:

Riesgo de Crédito: riesgo de que el emisor de los activos de renta fija no pueda hacer frente al pago del principal y del interés.

Riesgo de Liquidez: puede influir negativamente en la liquidez del fondo y/o en las condiciones del precio en las que el fondo puede verse obligado a modificar sus posiciones.

Como consecuencia de todos los riesgos que soporta el fondo, el valor liquidativo de la participación puede presentar una alta volatilidad.

Riesgos por inversión en instrumentos financieros derivados:

El uso de instrumentos financieros derivados, incluso como cobertura de las inversiones de contado, también conlleva riesgos, como la posibilidad de que haya una correlación imperfecta entre el movimiento del valor de los contratos de derivados y los elementos objeto de cobertura, lo que puede dar lugar a que ésta no tenga todo el éxito previsto.

Las inversiones en instrumentos financieros derivados comportan riesgos adicionales a los de las inversiones de contado por el apalancamiento que conllevan, lo que les hace especialmente sensibles a las variaciones de precio del subyacente y puede multiplicar las pérdidas de valor de la cartera.

Asimismo, la operativa con instrumentos financieros derivados no contratados en mercados organizados de derivados conlleva riesgos adicionales, como el de que la contraparte incumpla, dada la inexistencia de una cámara de compensación que se interponga entre las partes y asegure el buen fin de las operaciones.

La composición de la cartera puede consultarse en los informes periódicos.

INFORMACIÓN SOBRE PROCEDIMIENTO DE SUSCRIPCIÓN Y REEMBOLSO

Frecuencia de cálculo del valor liquidativo: Diaria.

Valor liquidativo aplicable: El del mismo día de la fecha de solicitud.

Lugar de publicación del valor liquidativo: el Boletín de Bolsa de Madrid.

Tramitación de los órdenes de suscripción y reembolso: Las órdenes cursadas por el partícipe a partir de las 17:00 horas o en un día inhábil se tramitarán junto con las realizadas al día siguiente hábil. A estos efectos, se entiende por día hábil todos los días de lunes a viernes excepto festivos nacionales. No se considerarán días hábiles aquellos en los que no exista mercado para los activos que representen más del 5% del patrimonio. Los comercializadores podrán fijar horas de corte distintas y anteriores a la establecida con carácter general por la Sociedad Gestora, debiendo ser informado el partícipe al respecto por el comercializador.

La Sociedad Gestora exigirá un preaviso de hasta 10 días para reembolsos superiores a 300.000,00 euros. Asimismo, cuando la suma total de lo reembolsado a un mismo partícipe, dentro de un periodo de 10 días sea igual o superior a 300.000,00 euros la Gestora exigirá para las nuevas peticiones de reembolso, que se realicen en los diez días siguientes al último reembolso solicitado cualquiera que sea su importe, un preaviso de 10 días. Para determinar el cómputo de las cifras previstas en este párrafo se tendrán en cuenta el total de los reembolsos ordenados por un mismo apoderado. Las solicitudes de reembolso de cualquier partícipe se liquidarán como cualquier otra solicitud del día, si hay liquidez, y para el caso de que no existiera liquidez suficiente para atender el reembolso, se generará la liquidez necesaria, sin esperar a que venza el plazo máximo de 10 días. En tal caso, el valor liquidativo aplicable a estos reembolsos será el que corresponda a las operaciones del día en que se hayan contabilizado los resultados de las ventas de activos necesarias para que el Fondo obtenga la liquidez para hacer frente a su pago.

El pago del reembolso de las participaciones se hará por el Depositario en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha del valor liquidativo aplicable a la solicitud. Excepcionalmente, este plazo podrá ampliarse a cinco días hábiles cuando las especialidades de las inversiones que superen el cinco por ciento del patrimonio así lo exijan.

En el supuesto de traspasos el partícipe deberá tener en cuenta las especialidades de su régimen respecto al de suscripciones y reembolsos.

CLASES DE PARTICIPACIONES DISPONIBLES:



Anexo II:

COMITÉ DE INVERSIÓN DE LA SEMANA DEL 9 DE FEBRERO AL 15 DE FEBRERO: MERCADO

Renta Fija y Renta Variable

Semana marcada por el proceso de negociación de la deuda griega, y el alto el fuego en Ucrania, anunciado el jueves. Los mercados se veían apoyados por la publicación de unos datos de PIB de la EUM mejor de lo previsto. El miércoles celebración de la reunión del Eurogrupo, que se saldaba sin acuerdos sobre el futuro rescate y la deuda griega. La mayoría de ministros de finanzas de la UEm pedían al ministro de Economía de Grecia que solicitara una prórroga del actual programa de rescate, el cual vence el próximo 28 de febrero, este se oponía a cualquier extensión y reclamaba un programa puente para poner fin a las políticas de austeridad.

Paralelamente el BCE decidía aumentar la ayuda de emergencia a los bancos griegos (ELA) en 5.000 millones de € hasta un total de 65.000 millones de euros. Además la autoridad monetaria extendía la línea de crédito hasta el próximo 18 de febrero.

El jueves, los líderes de Rusia, Ucrania, Francia y Alemania llegaban a un acuerdo en Minsk para declarar el alto el fuego en las zona sublevadas ucranianas a partir del 15 de febrero. El FMI anunciaba que se iba a dotar de asistencia financiera a Ucrania por valor de 17.500 millones de dólares durante cuatro años y se planteaba un plan integral. El crecimiento en la zona Euro se veía impulsado por Letonia (+1.1%), España y Alemania (+0.7%), mientras que las economías con una peor evolución habrían sido Chipre (-0.7%), Finlandia (-0.3%) y Grecia (-0.2%).

El petróleo empezaba la semana con subidas después de que la publicación del informe mensual de la OPEP arrojara unas previsiones más positivas. Preveía la reducción en 420.000 bpd de la oferta de crudo de los países no pertenecientes a la OPEP. Sin embargo, se producía un cambio de tendencia después de que la Agencia Internacional de la Energía alertara de futuras oscilaciones y de que la agencia de rating S&P recortara sus previsiones de precios. Según el Consejo Mundial del Oro denotaban que los bancos centrales habrían ampliado sus reservas en un 17% en 2014, situandolas en 477 toneladas netas de oro. Dicho movimiento respondía al objetivo de tales autoridades monetarias de diversificar el contenido de sus arcas.

El euro se veía afectado por los débiles datos estadounidenses y se fortalecía un 0,6% sem. Nos preocupa que las posiciones cortas en divisa euro son extremas, y esto puede provocar una corrección. El yuan chino experimentaba fuertes oscilaciones a causa de la moderación del IPC del gigante asiático hasta 0,8%a., lo cual daba más margen a mayores estímulos por parte del banco central.

En el Comité de Inversión discutimos sobre quien se equivoca sobre donde estarán los tipos en Estados Unidos en 2016, el mercado o la Reserva Federal. Falta muy poco para el pleno empleo en US, y la inflación va a llegar a su objetivo. Una de las teorías que



contemplabamos es que puede que la Reserva Federal suba tipos hasta tres veces y luego venda para tratar de evitar el aplanamiento de la curva.

Sector telecomunicaciones, destaca la fusión de Everything Everywhere con Btfg T y la compra de O2 por Hutchison Whampoa, dejando a Vodafone como el único operador de móviles del mercado británico que no participa en el actual proceso de concentración del sector de las telecomunicaciones en Reino Unido. La CNMC ha autorizado en primera fase la compra por parte del grupo MásMóvil del operador de telecomunicaciones especializado en soluciones para empresas Xtra Telecom.

Sector de consumo y distribución, Tesco podría estar cerrando la venta de una participación mayoritaria de Dunhumby en lugar de plantear una OPV sobre esta división. El beneficio operativo de Metro se ha reducido un 7,9%. Imperial Tobacco registra un descenso del 4% en el crecimiento del volumen total recurrente del tabaco.

Sector automoción, BMW publicó cifras record de ventas en el mes de enero, con un aumento del 7%. Sector petrolero, Repsol solicitó permiso para exportar gas desde su planta canadiense de Canaport. La filial de Repsol encargada de la gestión de la planta canadiense de gas natural licuado de Canaport ha solicitado al regulador energético del país, la National Energy Board, una licencia para la exportación de gas. Por otro lado Talisman Energy perdió 813 millones de euros en 2014, un 22% menos que los números rojos de 1.409 millones de euros registrados en el ejercicio anterior. Sector utilities, los spreads se han estrechado ligeramente. Enel y Snam deberían beneficiarse del fallo del tribunal constitucional italiano que ha declarado inconstitucional la Tasa Tobin.

Respecto al sector bancos, creemos que el QE destroza sus márgenes, puede que el resto de bancos tengan que tomar la misma decisión del Banco Santander, y además la nueva regulación genera incertidumbre para todos los bancos. Todo esto se contrarresta con el crecimiento del crédito, menores provisiones y depósitos a tipos inferiores.

Durante el Comité de Inversión se discutió sobre el sector consumo, en el que en general estamos negativos. En España, estamos negativos en DIA, debido a que la correlación con la recuperación de España es negativa para este sector. Sus variables macroeconómicas son "food inflation" y motivos poblacionales. La compañía no tiene activos, solo estanterías y frigoríficos, ya que todos los locales son de alquiler, 50% de ellos son franquiciados y mal pagados. El 23 de febrero publica resultados. DIA ha vendido Francia por 600 millones y han comprado por 300 millones El Arbol y Eroski. La compañía está a PER 18€. El apalancamiento operativo es muy grande pero lo más preocupante es el Like for Like. De los ocho países en lo que se ha expandido, han quebrado en cuatro. La percepción de la calidad del management es muy baja.

La única empresa con valor en el sector de Materiales es Acerinox, analizada por Antonio Feito.

- **OTRAS IDEAS DE INVERSIÓN:**

Adjuntamos nota de Acerinox, como posible idea de inversión.



Anexo III:

Acerinox y cómo funciona la industria.

Acerinox (ACX) es una de las empresas más competitivas del mundo en la fabricación de aceros inoxidables. Desde su constitución en 1970, ha llevado a cabo un continuo programa de inversiones, con desarrollo de innovaciones tecnológicas propias que, en algunos casos, han constituido un verdadero hito en la tecnología de los aceros inoxidables. Es el primer fabricante a nivel mundial, con 3,5 millones de toneladas de acería. Posee una extensiva red de ventas, con filiales en 36 países y presencia en más de 80. El grupo empresarial está integrado verticalmente, y gracias a su distribución geográfica de instalaciones en Europa, Estados Unidos, Sudáfrica y Malasia, es capaz de responder a la demanda en cada región. Es por ello, que reafirma su situación de liderazgo en competitividad, contando con cuatro de las factorías más competitivas del mundo en cuatro continentes distintos.

El actual plan estratégico de la firma se concentra en reforzar su presencia en el continente asiático con el establecimiento de una fábrica integral de producción de acero inoxidable en Malasia, Bahru Stainless, y el establecimiento de oficinas comerciales en países del área en que aún no están presentes.

Management.

El management es muy sólido, con gran experiencia en el sector. Recientemente, han nombrado un Director independiente, Mr. Johnston, y aprobado, a Lucien Matthews como CEO de Columbus Stainless, Oswald Wolfe, CEO de Bahru Stainless y Daniel Azpitarte como director comercial de Acerinox. Sin embargo, se trata de una compañía muy cíclica, en un sector muy volátil, y hasta el mismo Presidente comentó, que ni él mismo podía prever la visibilidad a futuro, ya que no podía ni prever el siguiente trimestre.

1.2. Consideraciones previas: Riesgos

Las actividades del Grupo están expuestas a diversos riesgos, entre los que podemos destacar:

1) Riesgo de divisa.

Al estar establecida en numerosos países, la empresa va a realizar transacciones comerciales y operaciones financieras cuya moneda funcional no es igual a la moneda de presentación del Grupo Consolidado.

2) Riesgo de tipos de interés.

El Grupo se financia en diferentes países y en distintas divisas (fundamentalmente en Euro, Rand y Dólar americano), y con diferentes vencimientos, referenciados mayoritariamente a un tipo de interés variable.

3) Riesgo de precios.

El Grupo está sometido a dos tipos de riesgos fundamentales por variaciones en los precios:

Capítulo 2 De los títulos que posee de empresas cotizadas.

Capítulo 3 De las materias primas (volatilidad del níquel)



2. PROYECCIONES DE LOS ESTADOS FINANCIEROS.

2.1. Cuenta de Resultados.

2.1.1 Estructura Productiva.

Ventas: Estimo que van a incrementarse en los próximos años por varias razones:

Volumen de ventas: estas serán superiores por:

- El incremento de la producción. Por fábricas, la producción de Acerinox Europa en 2013 mejoró en comparación con 2012. Cabe destacar la evolución de la producción en la nueva fábrica de Bahru (aumentó en un 63%), gracias a la operación Bahru Stainless, y al desarrollo de nuevas líneas de productos (tipos de aceros especiales y espesores finos, productos de mayor valor añadido).
- Por el crecimiento de la demanda. Las buenas cifras de 2014 reflejan que la demanda va a crecer un 7 % en Europa y 17% en España (las ventas del grupo en Europa representan el 36,9% de las ventas totales) y en Asia, fundamentalmente en China. Además, las carteras de pedidos se han incrementado en todos los mercados.

Política comercial. Políticas de pricing: decidió en octubre de 2012 subir sus precios base 50 € por tonelada de manera inmediata en Europa. Esta iniciativa se debió a la debilidad de los precios de venta del acero inoxidable, que tendieron a la baja en todos los mercados, con caídas medias del 12,6% en Estados Unidos, 8,4% en Europa y 7,8% en Asia. Así, este incremento de demanda, unido al incremento de la producción lleva a pensar que el precio de venta aumentará.

Para calcular este crecimiento, he estimado a partir del siguiente razonamiento. He buscado los sectores en los que se usa principalmente el acero inoxidable:

- Industria del automóvil.
- Industria de la construcción.
- Industria de los electrodomésticos.
- Otras industrias: petróleo, productos químicos y alimentación.

A continuación, he estimado, por aquellos mercados en los que principalmente opera ACERINOX (África, Europa, América, Asia y Oceanía), el crecimiento esperado de las ventas en cada una de estas industrias en los años proyectados. Para ponderar el crecimiento de estas ventas en nuestra empresa, he calculado en % el peso que representa cada industria, para cada año, en las ventas de ACERINOX. De esta forma, he sumado el porcentaje en cada uno de las industrias y así, he estimado el porcentaje que creo que subirán las ventas cada año.

En suma, consideremos que las ventas, van a tener un crecimiento total, ponderado por mercados, moderado en 2014, un 1.8% con respecto a 2012. Las ventas de 2015 y 2016 crecerán en un 2,79% y un 2.54% aproximadamente, y pasarán a estabilizarse durante 2017 y 2018, creciendo un 1,37%.



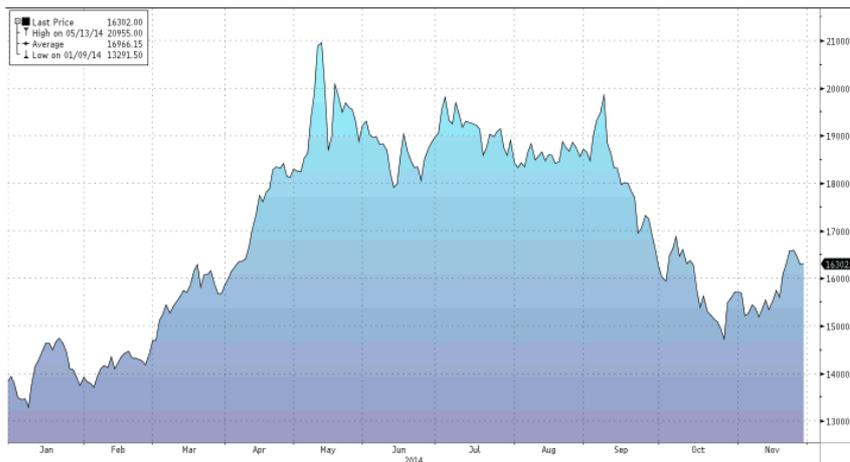
Coste de Ventas y Gastos Generales: Existen dos aspectos que habrán de tenerse en cuenta:

- Reducción de los gastos generales por la reducción del coste de adquisición de las materias primas y por reducción de los gastos generales por la optimización de sus recursos.

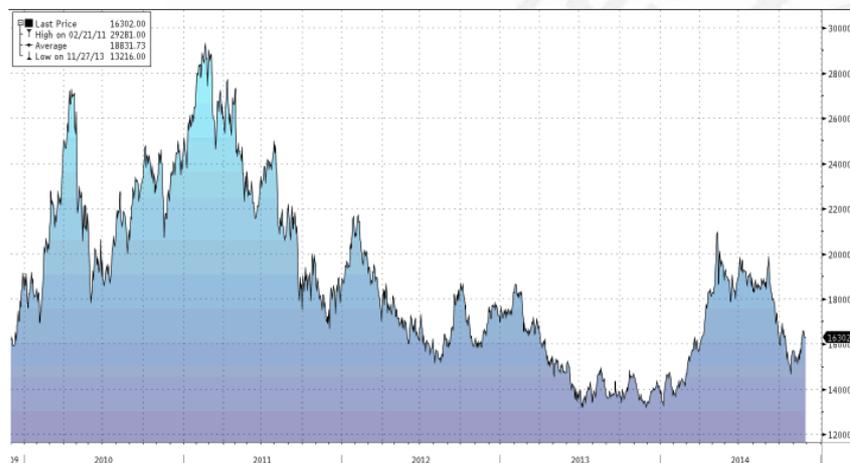
Acerinox es una de las principales productoras de acero inoxidable, materia compuesta por las materias primas níquel, ferrocromo y molibdeno. Por ser el níquel el principal componente, es uno de los factores por los que se penaliza a Acerinox:

El escenario de níquel está nublado por la situación de Indonesia que sigue siendo clave para su obtención. Según los expertos, existe una gran volatilidad en la dirección de los precios. El efecto neto de todos estos factores ha visto los precios del níquel de comercio en el rango de \$ 13,300-15,000 gama / tonelada. Esto ha prevalecido desde mediados de 2013, y es un reflejo de un mercado indeciso. Sin embargo, más recientemente, los precios del níquel no parecen ser una tendencia al alza. Vemos potencial de presión positiva hacia la primera mitad del año que viene, con la invasión del gigante chino como nuevo gran proveedor del níquel. En este gráfico podemos apreciar lo descrito:

PRECIO OFICIAL DE NÍQUEL EN EL L.M.E. [2012 - 2014]



Fuente: Bloomberg, YTD



Fuente: Bloomberg, 5



En cuanto a la reducción de los GG por la optimización de sus recursos, está siguiendo una estrategia de explotar al máximo la estructura productiva ya existente, y de prescindir de toda aquella estructura que era ineficiente (anteriormente, tenía exceso de capacidad inutilizada), por lo que ha reducido la inversión en inmovilizado material con el Plan de Excelencia III, cuya implantación ha conseguido el 60% de los objetivos en los nueve primeros meses. Esto supone un ahorro anual recurrente de costes de 36 millones de euros.

- Incremento de los gastos generales por el efecto, ya explicado, del incremento de las ventas.

El hecho de que las ventas de la empresa aumenten hará que lo haga proporcionalmente el coste de ventas. Debido a ello, habrán de ponderarse ambos efectos que harán que el coste de ventas no baje como debiera, fruto del esfuerzo en el aumento del rendimiento de sus centros y en un uso mejor de su capacidad excesiva, porque el efecto de las ventas capta dicha disminución. Es por ello que el efecto total en el coste de ventas será positivo (se reducirá en los primeros años) teniendo posteriormente un efecto rebote haciendo que crezca dicha partida.

Gastos de personal: El pasado semestre difícil de 2014, con unas condiciones de mercado muy duras se han conseguido resultados positivos gracias a los ahorros obtenidos en las áreas de personal (-6,5%) y gastos de explotación (-4,6%), por un importe agregado en el semestre de 27 millones de euros, como consecuencia de los planes de mejora acometidos. A partir de 2016 se prevé un crecimiento estable que acompañe el crecimiento de las ventas y el crecimiento económico (sector cíclico).

En el convenio colectivo consultado (I Convenio Colectivo de Acerinox Europa S.A.U) no he encontrado ningún dato especialmente significativo que pudiera afectar a las proyecciones estimadas.

Amortización: Para analizar la política de amortización, me fijo en los activos fijos brutos de los que dispone la compañía, así como su tasa de depreciación. En primer lugar, habrá de tenerse en cuenta que las vidas útiles estimadas de los activos intangibles son: propiedad industrial, 5 años; y aplicaciones informáticas, 2-5 años.

Por lo que cada año se amortizará una parte proporcional de estos activos. La amortización de los activos fijos, será algo menor en el año 2014 (porque hay un menor CAPEX), y volverá a aumentar en 2015, también de forma proporcional a la inversión en inmovilizado. Respecto del cálculo del inmovilizado material consideraré únicamente capex de reposición, ya que no realizará nuevas inversiones más allá de las necesarias para evitar la descapitalización de dicha partida.

2.1.2 Estructura de Financiación.

Gastos financieros: Se ha de tener en cuenta tanto la cuantía de la deuda financiera, como la evolución de los tipos.

- **Deuda Financiera:** las proyecciones en este aspecto se dividen en el análisis de la deuda a corto plazo y largo plazo. Respecto de esta última, partiendo del plan de amortización contenido en la Memoria de 2013, hemos podido realizar la triangularización de la misma. Además, para cumplir con las expectativas de Capex



que asumo, existe una necesidad de financiación que debe ser cubierta por deuda a LP, dotando por ello a la compañía de un préstamo con un spread del 3%+Euribor (determinado mediante un promedio del coste histórico de la deuda de la compañía), de 5 años de vencimiento, por una cuantía de 1.576.378 €.

La deuda a LP inicialmente crece para descender en un momento posterior, mientras que la deuda a corto plazo crece continuamente a lo largo del periodo analizado logrando de esta forma optimizar el coste financiero por medio de una reducción de los gastos asociados a dicha financiación.

Por su parte, el nivel de caja se sitúa en un rango estable alrededor de los 700.000 €.

- **Tipos de interés:** Aunque recientemente terminado, el tapering ha consistido en el retiro de las inyecciones de liquidez que la Reserva Federal (US) ha venido realizando sobre la economía desde la crisis de 2008, medidas convencionales tanto no convencionales. Esto está causando gran revuelo en los mercados financieros, y no sólo en el estadounidense. Y es que los inversores son globales y una retirada de millones de dólares de circulación puede afectar también al resto de mercados: la bajada de la cantidad de dinero en circulación empuja hacia una subida en el tipo de interés muy considerable, lo que llevará a un encarecimiento de la deuda.

Dividendos: La Junta General Ordinaria de accionistas de Acerinox, S.A. celebrada el 10 de junio de 2014, ha acordado una retribución al accionista a través de un dividendo opción1 - también llamado dividendo flexible-, en la que los accionistas de Acerinox podrán decidir entre efectivo o acciones nuevas.

Ha acordado una retribución al accionista de 0,45 euros por acción aproximadamente, fieles a la política tradicional de la casa de mantener la retribución en los años malos y aumentarla en los buenos. Durante los años anteriores esta cifra de reparto de dividendos ha sido constante con excepción del ejercicio 2013 donde se realizó una ampliación de capital con cargo a reservas. Consecuentemente, el importe de dividendos fue de 0,433 a diferencia del reparto actual. La novedad reside principalmente en este nuevo modelo de reparto de dividendos opción. En los dividendos repartidos en el 2014 ya se ha anunciado que sustituirá los dividendos a cuenta de enero y abril, así como el complementario de julio, por un único pago que propondrá a la Junta General de Accionistas para ser distribuido en el mes de julio. Aplicando de nuevo el modelo de dividendos flexibles.

Consideramos que existen evidencias suficientes para asegurar que la política de dividendos se mantendrá constante en nuestras proyecciones.



2.2. Balance.

2.2.1 Activos Productivos

Activo Fijo/CAPEX: La inversión en activo inmovilizado material, como consecuencia de la crisis mundial, ha estado aumentando y disminuyendo desde el año 2010 sin seguir un criterio ordenado, además de que el crecimiento de dicho elemento se debe a las diferencias de inversiones según los continentes. En el 2013 se produjo una reducción con respecto al año anterior de un 40% y se estima que para el año 2014, a pesar de los signos de recuperación y estabilidad, la inversión en dichos activos vuelva a ser negativa.

Las perspectivas en los años sucesivos es que el CAPEX se sitúe aproximadamente en el 2014E en 75 millones de Euros y en 174 en 2015E. Lo que significa que del año 2013 al 2014 se reducirá la inversión en un 41% y que del 2014 al 2015 se producirá un incremento de la misma en un 133%.

Las consecuencias de este aumento de inversiones en el activo fijo vienen dadas fundamentalmente al inicio de la construcción de la Fase II de la planta en Malasia de Bahru Stainless.

A pesar de que el Grupo Acerinox está controlando sus inversiones, reduciendo los costes el Grupo Acerinox mantiene inalterado el Plan Estratégico 2008-2020 dirigido no sólo a la expansión industrial y comercial en el sudeste asiático (a través de la integración de la factoría de Johor Bahru), sino también a la continua modernización y renovación de las fábricas existentes.

Como consecuencia de ello, habrá una tendencia inicial de desinversión, reflejada en una disminución del Capex, que sin embargo posteriormente procederá a incrementarse fruto de las inversiones realizadas por la entidad ante unas perspectivas de crecimiento reflejadas por medio de la cifra de ventas. Sin embargo, en los periodos finales de 2017-2018 comenzará una corrección del nivel de gasto.

NOF: Acerinox, tal y como quedaba reflejado en la Memoria de 2013, tiene la intención de alargar el periodo de pago a proveedores, disminuyendo a su vez el de cobro a clientes, para lograr autofinanciarse. Ello se traducirá en una disminución de las necesidades operativas de financiación de la entidad, que verá necesario acudir en una menor medida a la financiación externa.

2.2.2. Fuentes de Financiación.

Deuda financiera neta: nos remitimos a lo descrito en la cuenta de resultados.

Recursos propios: El capital social de esta empresa se ha mantenido constante con la excepción de la ampliación de capital del año 2013 donde se realizó con cargo a reservas. Esto se puede observar en la variación significativa de dicha partida entre el año 2012-2013 donde las reservas se vieron reducidas de 1.532.425 a 1.477.870. La ampliación de capital fue de 1.961.000. Los dividendos hemos mencionado que son constantes de 0,45 con excepción del importe destinado en el 2013 el cual fue de 0,433.

2.3. Estado de Flujos de Efectivo.

Respecto de los flujos de Explotación e Inversión, se observa cómo a partir del cash flow que si bien se emplea caja para aumentar el Fondo de maniobra y con una inversión en capex creciente hasta 2016, el efectivo generado resulta en tanto un flujo de caja de explotación como de inversión positivo.



Como se puede apreciar en el Cash flow statement, existe un equilibrio entre la caja generada y la amortización de deuda de manera que se producen aumentos de tesorería todos los años de nuestras proyecciones salvo los años en los que realizamos unas mayores inversiones en capex –debido a que los excedentes de caja producidas por los aumentos de deuda y mejores resultados se destinan a esta partida.

3. VALORACIÓN

Para valorar la compañía, he utilizado el método de descuento de flujos de caja (DCF) y la valoración relativa por múltiplos comparables.

3.1. Descuento de Flujos de caja (DCF)

He utilizado el método del descuento de flujos de caja (DCF) para valorar el precio objetivo de Acerinox, aunque no es un método apropiado al ser una empresa muy cíclica, y por ende, no poder calcular el valor residual con exactitud.

Una vez obtenidos todos los flujos de caja, establecemos la tasa de descuento (wacc) del 7,5%. Para estimar el crecimiento de los flujos de caja de los próximos años, establecemos una tasa de crecimiento (g) de 3% que utilizaré para calcular el valor residual. Para poder valorar, asumo la hipótesis de que la tasa de crecimiento (g) será constante a lo largo del horizonte de proyección. Los resultados obtenidos son los siguientes:

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT(1-t)	96.359	133.841	163.022	149.322	137.040
D&A	126.655	135.201	147.656	159.250	169.155
CAPEX	(75.825)	(173.392)	(189.975)	(145.405)	(136.741)
NOF	(71.766)	(11.083)	(7.409)	(1.277)	(2.228)
FCF	75.424	84.567	113.294	161.890	167.226
				Valor Residual	5.299.785
wacc	6,25%				
g	3,00%				
EV	4.404.813				
Deuda neta	567.525				
Minotarios	128.663				
Equity value	3.708.624				
Precio objetivo	14,17117364				

Una vez obtenido el equity value (E), dividimos entre el número de acciones y obtenemos un precio objetivo por acción de 14,17 €.

3.2. Múltiplos comparables.



Fuente: Bloomberg,

Acerinox tiene una fuerte competencia en Europa con Outokumpu (unión con ThyssenKrupp en sus negocios de inoxidable) y Aperam (spin off de la parte de inoxidable de Arcelor), con gran semejanza respecto de la actividad que realizan, su perfil de riesgo, tamaño y volumen de facturación. Los datos de dichas empresas son:

	Aperam		Outokumpu		Media del Sector	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
EV/EBITDA	7x	6x	15x	8x	11x	7x
EV/EBIT	30x	16x	-	20x	30x	18x
PER	179x	25x	-	60,8x	137x	43x

Comparando con sus competidores, Outokumpu y Aperam, observamos partiendo del PER de la media de mercado y del de los analistas, obtenemos un precio objetivo inferior al obtenido con el método DCF.

Podemos observar que el PER de Acerinox es de 45,14x en el año 2014. Estudiando el ratio del PER, observamos que las cifras normales suelen ser de 10-15x veces, y que un ratio demasiado alto está entorno 17-25 veces. Hallarse en este último rango implica que la compañía ha obtenido un pequeño beneficio ese año o que se acción se encuentra sobrevalorada. Sin embargo, en un sector cíclico y en una situación de reestructuración estos PER son habituales en el mercado.

El dividend yield del Grupo Acerinox es del 2%, lo que implica que por cada euro que se paga por acción, el accionista ingresa 2€. Teniendo en cuenta que el rango común en el mercado es de 3-5%, consideramos que Acerinox se encuentra en el límite de la normalidad. Sin embargo, teniendo en cuenta que el del sector es del 2,3%, entendemos que la compañía retribuye adecuadamente a sus accionistas en comparación con sus competidores.



Cuando el ratio de deuda neta sobre EBITDA se encuentra en un rango entre 1,7 y 2,1, lo que quiere decir que la compañía goza de una gran salud financiera, mientras que si superase la cifra de 4 reflejaría el riesgo de no poder afrontar las exigencias financieras. A largo plazo, el ROCE de la empresa es menor que el wacc por lo tanto, el modelo presenta un escenario coherente con la realidad. En caso contrario, reflejaría un crecimiento constante, lo que es insostenible en todo caso.

3.3 Comparación de los distintos métodos de valoración.

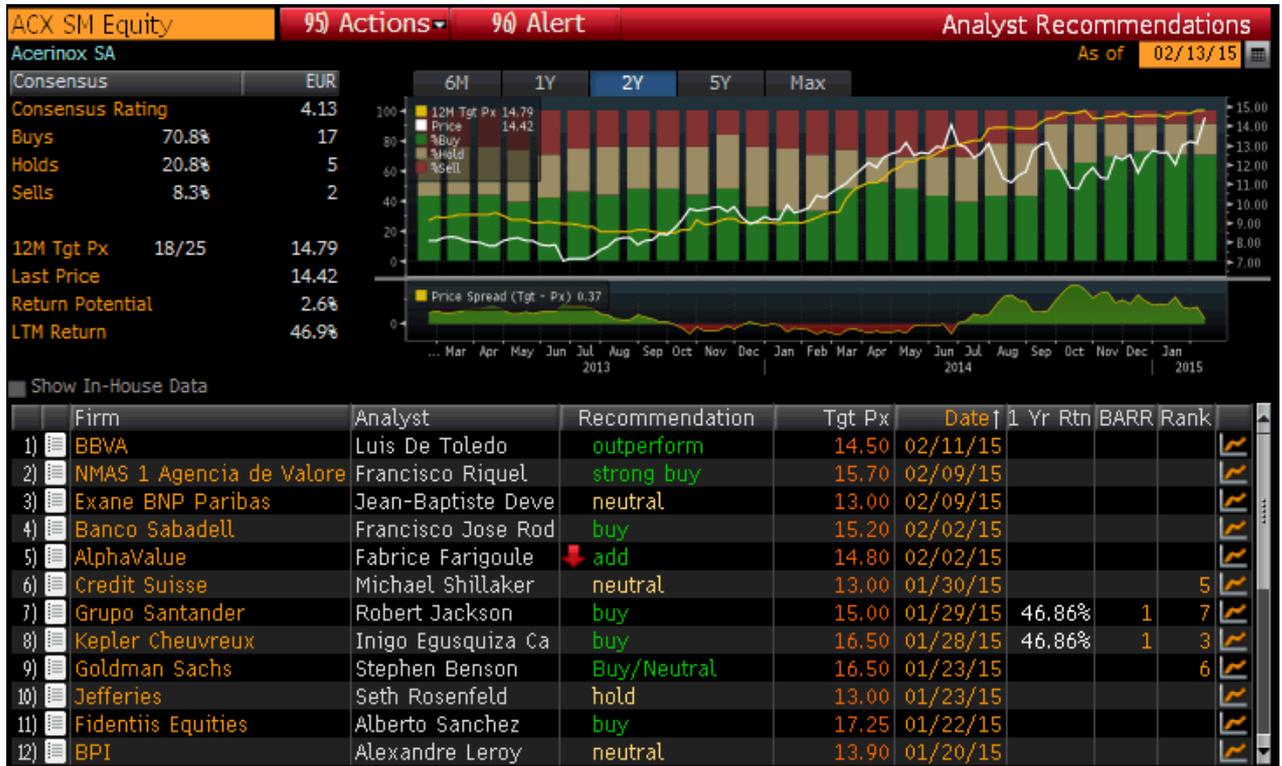
Como podemos observar, la valoración obtenida tanto por el método de descuentos de flujos de caja como por múltiplos es similar.

	2014E	2015E
PER	9.621.322	4.561.003
EV/EBITDA	2.907.420	2.284.816
EV/EBIT	4.129.680	3.441.627

Sin embargo, el PER en rojo señalado no parece coherente con el resto de resultados obtenidos. Al carecer de mucha información sobre comparables, la valoración por estos métodos presenta valores incongruentes con las estimaciones. Respecto del resto de múltiplos, observamos como el resto de cifras obtenidas son más cercanas al EV y al market value obtenido por el método DCF.

4. RECOMENDACIÓN FINAL.

En línea de los resultados estimados para los próximos cinco años, llego a un precio objetivo de 14,17 €. Afirmando que la empresa está ligeramente infravalorada, por lo que recomendaría COMPRAR.



Recomendaciones de los Analistas en Bloomberg (consenso):

ACX SM Equity	
Consensus	EUR
Consensus Rating	4,13
Buys	69.6% 16
Holds	21.7% 5
Sells	8.7% 2
12M Tgt Px	18/24 14,49
Last Price	11,59
Return Potential	15.9%
1 Year Return	40.7%



5. BIBLIOGRAFIA

Página web **ACERINOX** (<http://www.acerinox.com/es/index.html>)

- Información Fábricas.
- Cuentas Anuales Consolidadas desde 2008-2013.
- Presentaciones Financieras.
- Memoria de la entidad de 2013.
- Plan Estratégico.

Informes de **Research**: Mirabaud, Credit Suisse y Exane BNP Paribas.
Investor Relations de Acerinox

Página web **CNMV**:

- Hechos relevantes: nota de prensa 2 octubre 2012, nota de prensa 7 mayo 2013 y nota prensa 27 Febrero 2014: Resultados Ejercicios 2013.
- Nota prensa 27 Febrero 2014: Resultados Ejercicios 2013.
- Ampliación de capital.
<http://www.cnmv.es/portal/hr/ResultadoBusquedaHR.aspx?division=1&nof=A-28250777&desde=01/07/1988&hasta=14/06/2011>

Automotive News web page: <http://www.autonews.com/section/ussales>

ICEX.

Medios de información específicos: Bloomberg.

Business Insider

Periódicos: Diario el Economista, Diario Expansión, Invertia.

Factset.

IBEX 35

Instituto Nacional de Estadística (INE).

Informe “Industria de Electrodomésticos 2013”- Unidad de Inteligencia de negocios, del gobierno de México:

(http://mim.promexico.gob.mx/work/sites/mim/resources/LocalContent/322/2/131001_DS_Electrodomesticos_ES.pdf)

- www.Pretolsnew.com

- Artículo “La producción química mundial en 2012 ha sido menor de la prevista”, del Colegio de químicos y asociación de químicos de la comunidad Valenciana:
<http://www.colegioquimicos.com/noticia/produccion-quimica-mundial-2012-ha-sido-menor-prevista>

Noticias relevantes: como comienzo de la producción en Malasia, reparto de dividendos.



Anexo IV:

Desglose de la cartera, complementando los datos de la Tabla 8.

Datos a cierre del 10/03/2015

ULTIMO 31/12/14	COSTE DIVISA	COSTE EUR	EUR/DIV	AYER 09/03/15	ULTIMO 10/03/15	CARTERA EUR	CARTERA DIVISA	ULTIMO 27/02/15	TOTAL CARTERA	RENTABILIDAD YTD PONDERADA
1.709,68				1741,84	1712,55			1772,86		
67,84	6.613	6.613	1,00	87,48	87,14	14.813,80	14.814	86,4	14.813,80	0,35%
184,65	8.617	8.617	1,00	232,2	231,3	10.408,50	10.409	225,5	10.408,50	0,22%
94,19	48.930	45.738	1,07	105,26	103,09	96.363,81	103.090	104,08	103.090,00	0,75%
444,20	103.046	96.365	1,07	417	415,4	77.693,51	83.080	434,5	83.080,00	-0,41%
13,71	8.035	8.035	1,00	17	17	8.500,00	8.500	17,035	8.500,00	0,17%
42,22	105.000	98.149	1,07	41,39	40,69	95.087,87	101.725	43,3	101.725,00	-0,28%
8,43	8.753	8.753	1,00	10,245	9,44	7.080,00	7.080	10,505	7.080,00	0,07%
112,18	92.619	86.576	1,07	103,95	102,91	86.576,00	92.619	106,68	92.619,00	-0,59%
17,09	106.800	99.876	1,07	17,25	17,24	96.733,47	103.440	16,75	103.440,00	0,07%
24,99	8.308	8.308	1,00	29,37	29,195	9.780,33	9.780	29,375	9.780,33	0,14%
16,43	613.750	613.750	1,00	18,95	18,95	94.750,00	94.750	18,94	94.750,00	1,20%
42,12	9.019	9.019	1,00	54,15	53,64	8.850,60	8.851	49,795	8.850,60	0,20%
9,09	17.960	17.960	1,00	10,03	9,766	4.883,00	4.883	9,77	4.883,00	0,03%
30,00	6.474	6.474	1,00	29,1	28,3	4.528,00	4.528	31,92	4.528,00	-0,02%
35,01	53.208	49.736	1,07	28,66	27,61	46.455,41	49.698	30,67	49.698,00	-0,81%
33,09	53.000	53.000	1,00	37,55	37,545	75.090,00	75.090	36,85	75.090,00	0,83%
523,40	106.710	99.748	1,07	568,85	555,01	103.759,58	111.002	558,4	111.002,00	0,52%
104,69	91.521	85.550	1,07	104,35	102,97	86.626,47	92.673	108,14	92.673,00	-0,12%
109,62	32.784	32.784	1,00	113,512	113,295	33.988,50	33.989	113,336	33.988,50	0,09%
12,51	18.765	18.765	1,00	15,43	15,27	22.905,00	22.905	14,555	22.905,00	0,42%
						231.242,50			250.000,00	2,81%

Rentabilidad YTD de la cartera incluyendo el valor de Acerinox es **2,81%**



Anexo V:

Coefficiente Beta con el valor Acerinox

Intraday		Holdings		Characteristics		Tracking Error		VaR		Scenarios		Performance		At	
Main View		Summary		Factors		Risk Bets		Trends		Exposures					
Port	AF	vs	Default (MSCI)	by	GICS Sectors	in	EUR	As of	03/						
Model	Global Equity Fu	Unit	Returns (%)	Horizon											
Name				Port				Bmrk							
				% Wgt	Wgt Beta	Beta (ex-ante)		% Wgt	% Wgt						
AF				100.00	0.77	0.77		100.00	0.00						

Coefficiente Beta sin el valor Acerinox

Intraday		Holdings		Characteristics		Tracking Error		VaR		Scenarios		Performance		At	
Main View		Summary		Factors		Risk Bets		Trends		Exposures					
Port	AF	vs	Default (MSCI)	by	GICS Sectors	in	EUR	As of	03/						
Model	Global Equity Fu	Unit	Returns (%)	Horizon											
Name				Port				Bmrk							
				% Wgt	Wgt Beta	Beta (ex-ante)		% Wgt	% Wgt						
AF				100.00	0.77	0.77		100.00	0.00						

