



**Universidad**  
Zaragoza

## **Trabajo Fin de Grado**

# **ESTRATEGIAS “NAIVE”. UNA BUENA FORMA DE BATIR AL MERCADO**

#### **Autor**

D. Iván Hernández Rubio

#### **Director**

Dr. D. Luis Alfonso Vicente Gimeno

Facultad de Economía y Empresa

2014/2015

# ESTRATEGIAS “NAIVE”. UNA BUENA FORMA DE BATIR AL MERCADO

Autor: **D. Iván Hernández Rubio.** Universidad de Zaragoza

Director: **Dr. D. Luis Alfonso Vicente Gimeno.** Universidad de Zaragoza

## GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD

**RESUMEN** El presente trabajo tiene la finalidad de ilustrar al lector como estrategias de inversión financiera “Naive” son capaces de alcanzar grandes resultados; todo ello a pesar de su poca sofisticación. En primer lugar, se introduce al estudio con una definición y contexto histórico de Fondos de Inversión; Instrumento financiero con el que a continuación desglosaremos mayor detalle. Tras ello, serán expuestos diversos estilos de gestión para los que gestores profesionales habitualmente hacen uso a fin de conseguir el éxito.

La siguiente parte es la que se refiere al análisis empírico, donde simularemos nueve Fondos de Inversión con propósito de materializar 3 estrategias ingenuas (Momentum, Contrarian y Monkey) para tres horizontes previsibles de inversión (Tres años, un año y un mes).

Veremos que aunque prácticamente todos batan al IBEX 35 en términos de rentabilidad, será el FI Momentum quien lo haga de manera más rotunda.

Con el modelo de Treynor y Mazuy (1966) después, nos será posible valorar que parte de los resultados se deben a un éxito de habilidades de Stock Picking o Market Timing. Comprobaremos que el éxito parte de la propia selección de activos.

El trabajo vendrá acompañado de diversos folletos explicativos.

**PALABRAS CLAVE** Estrategias Naive, Fondos de Inversión, Gestión de Carteras

**ABSTRACT** The purpose of this paper is to illustrate the reader how “Naïve” financial investment strategies are capable of reaching great results; all of it in spite of being unsophisticated.

First, the study is introduced with a definition together with the historical context of the Investment Funds; financial instrument that will be used to show concepts in more details. Thereafter, different management styles, usually used by professional managers to achieve success, will be exposed.

The next part refers to the empirical analysis, in which nine Investment Funds will be simulated and 3naïve strategies will be objectified (Momentum, Contrarian y Monkey) for three predictable investment horizons (three years, a year and one month).

IT will be seen that although practically all of them beat the IBEX 35 in terms of profitability, it will be the FI Momentum the one that will be more decisive.

Next with the Treynor and Mazuy model (1966) it will be possible to appreciate which part of the results will have to do with the success of the abilities of Stock Picking or Market Timing. It will be proved that the success is due to the own selection of assets.

The work will be presented with various brochures.

**KEYWORDS** Naive Strategies, Investment Funds, Portfolio Management.

# ÍNDICE

1. MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS .....	4
2. CONTEXTO DEL ESTUDIO.....	6
2.1. DEFINICIÓN DE FONDO DE INVERSIÓN Y CONTEXTO HISTÓRICO .....	6
2.2. CATEGORÍAS Y TIPOLOGÍAS DE FONDOS DE INVERSIÓN .....	8
2.2.1. Categorías legales de Fondos de Inversión.....	8
2.2.2. Categorías analíticas de Fondos de Inversión.....	10
2.2.3. Categorías Comerciales de Fondos de Inversión.....	13
2.3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN .....	19
2.3.1. Gestión Activa .....	19
2.3.2. Gestión Pasiva .....	22
2.3.3. Gestión Indexada .....	23
2.3.4. Gestión Alternativa.....	27
3. DATOS .....	32
4. ANÁLISIS EMPÍRICO .....	34
4.1. ESTRATEGIAS MOMENTUM Y CONTRARIAN .....	34
4.2. ESTRATEGIA MONKEY .....	36
4.3. DETERMINACIÓN DE LAS COMISIONES.....	36
5. RESULTADOS .....	37
5.1. EVALUACIÓN DE RESULTADOS. FONDOS DE INVERSIÓN “NAIVE” ..	37
5.2. EVALUACIÓN DE LOS EFECTOS MARKET TIMING Y STOCK PICKING EN FI “NAIVE” .....	39
6. CONCLUSIONES .....	43
7. BIBLIOGRAFÍA CITADA .....	44
8. ANEXOS .....	46

## ÍNDICE DE TABLAS

<b>Tabla 2.1.</b> VOCACIONES DE INVERSIÓN SEGÚN ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (AFI).....	11
<b>Tabla 2.2.</b> VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA GESTIÓN ACTIVA.....	21
<b>Tabla 2.3.</b> VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA GESTIÓN PASIVA.....	23
<b>Tabla 3.1.</b> EMPRESAS PERTENECIENTES AL IBEX 35.....	33
<b>Tabla 5.1.</b> MEDIDAS RENTABILIDAD-RIESGO FI (Horizonte Previsible de Largo Plazo).....	37
<b>Tabla 5.2.</b> MEDIDAS RENTABILIDAD-RIESGO FI (Horizonte Previsible de Medio Plazo).....	38
<b>Tabla 5.3.</b> MEDIDAS RENTABILIDAD-RIESGO FI (Horizonte Previsible de Corto Plazo).....	38
<b>Tabla 5.4.</b> MODELO CLÁSICO TREYNOR y MAZUY GESTIÓN L/P .....	39
<b>Tabla 5.5.</b> MODELO CLÁSICO TREYNOR Y MAZUY GESTIÓN M/P .....	40
<b>Tabla 5.6.</b> MODELO CLÁSICO TREYNOR Y MAZUY GESTIÓN C/P .....	41

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 2.1.</b> PATRIMONIO EN FONDOS DE INVERSIÓN.....	7
<b>Gráfico 2.2.</b> CATEGORÍAS LEGALES DE IIC .....	9
<b>Gráfico 2.3.</b> EMPRESAS MÁS RELEVANTES EN TÉRMINOS DE CAPITALIZACIÓN DEL IBEX 35.....	24
<b>Gráfico 2.4.</b> CLASIFICACIÓN DE ESTRATEGIAS EN GESTIÓN ALTERNATIVA .....	29

## ÍNDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS EN ANEXOS

<b>Gráfico Anexo 2.1.</b> Evolución Riesgo Total Largo Plazo.....	47
<b>Gráfico Anexo 2.2.</b> Evolución Riesgo Sistemático Largo Plazo .....	47
<b>Gráfico Anexo 2.3.</b> Evolución Riesgo Específico Largo Plazo .....	48
<b>Gráfico Anexo 2.4.</b> Evolución Rentabilidad Largo Plazo.....	49
<b>Gráfico Anexo 3.1.</b> Evolución Riesgo Total Medio Plazo.....	50
<b>Gráfico Anexo 3.2.</b> Evolución Riesgo Sistemático Medio Plazo.....	50
<b>Gráfico Anexo 3.3.</b> Evolución Riesgo Específico Medio Plazo .....	51
<b>Gráfico Anexo 3.4.</b> Evolución Rentabilidad Medio Plazo.....	52
<b>Gráfico Anexo 4.1.</b> Evolución Riesgo Total Corto Plazo .....	53
<b>Gráfico Anexo 4.2.</b> Evolución Riesgo Sistemático Corto Plazo .....	53
<b>Gráfico Anexo 4.3.</b> Evolución Riesgo Específico Corto Plazo.....	54
<b>Gráfico Anexo 4.4.</b> Evolución Rentabilidad Corto Plazo .....	55

## 1. MOTIVACIÓN Y OBJETIVOS

Durante décadas, uno de los tópicos fundamentales que ha tenido cabida en la investigación financiera toma el nombre de eficiencia en los mercados. Ante este supuesto, se presupone que no es posible obtener rendimientos superiores meramente con la información de la que disponemos.

La experiencia demuestra que por diversas razones, es imposible dotar a la cartera de un performance ventajoso si lo comparamos al benchmark (En este caso el IBEX 35); ello suponiendo un aparente fracaso de la Gestión Activa cuyo fin primordial es la consecución de rendimientos superiores al propio índice de referencia. A pesar de esto y siendo afirmado por Forner (2004), uno de los aspectos clave que ha recibido especial atención por la Comunidad Financiera es el hecho de que puedan obtenerse beneficios superiores mediante ciertas estrategias de inversión; siendo más relevante todavía si para efectuarlas únicamente partimos de la serie histórica de precios o la correspondiente aleatoriedad.

El objetivo básico del presente trabajo, será refutar como estrategias ingenuas pueden venir acompañadas de un amplio valor añadido generado; siendo obtenidos nueve Fondos de Inversión (3 Estrategias Ingenuas para tres horizontes previsibles de inversión) a fin de afianzar los resultados y que estos no hayan venido dados por la mera suerte.

Las estrategias con las que se trabaje para alcanzar tales conclusiones, tomarán el nombre de Momentum (Adquirir en cartera recientes ganadoras y enajenar de la misma recientes perdedoras), Contrarian (Incorporar a cartera recientes perdedoras y enajenar de la misma recientes ganadoras), y por último Monkey (Formar una cartera que conste de títulos seleccionados al azar). El éxito de una de ellas frente al resto, conllevaría la posibilidad de conocer si ha existido continuación de tendencia (Hipótesis fundamental de la estrategia Momentum), han predominado los cambios de la misma (Hipótesis básica de la estrategia Contrarian), o por el contrario es la mera aleatoriedad la que ha merecido la pena aplicar (Estrategia Monkey); Siendo este otro de los objetivos del presente trabajo.

La posibilidad de que alguna de ellas pueda batir al mercado, conllevaría que pudiese ponerse seriamente en duda la eficiencia del mercado. En base a ello, queda razonado por la condición de que estrategias ingenuas sean capaces de batir a un ente eficiente. Si bien no seríamos capaces de explicar cuáles son las causas que dan lugar a tal posible

realidad (Objetivos que exceden del trabajo), lo cierto es que sería ampliamente cuestionable.

A fin de conocer los resultados de los objetivos mencionados y que por su carácter pueden resultar relevantes, dividiremos el presente trabajo en diversas secciones. Comenzaremos por una contextualización del estudio; donde además de asentar las bases del Fondo de Inversión (Instrumento Financiero utilizado para lograr los fines propuestos), se mencione diversas metodologías con las que gestores profesionales tratan de fundamentar su éxito en los mercados (Pudiéndonos esto servir de contraste para las estrategias ingenuas que deseamos aplicar).

La siguiente sección detallará como procedió a obtenerse la información, y cuál fue la operativa empleada a fin de alcanzarla u obtenerla.

El análisis empírico que a continuación se presente, ilustrará cual fue el procedimiento empleado para dar como resultado cada una de las estrategias “Naive” propuestas.

En último lugar, quedará incorporado un nuevo apartado de resultados así como otro de conclusiones; todo a fin de enmarcar cuáles han sido los aspectos relevantes alcanzados en el trabajo propuesto.

## 2. CONTEXTO DEL ESTUDIO

### 2.1. DEFINICIÓN DE FONDO DE INVERSIÓN Y CONTEXTO HISTÓRICO

Dentro de una amplia gama de instrumentos financieros, los fondos de inversión han sido uno de los que más se han desarrollado en las últimas décadas. Si bien fue en los años 90 cuando empezaron a proyectarse a los mejores clientes con los que diversos bancos trataban, poco a poco se fue afianzando un elemento que como más tarde veremos, ha supuesto una atracción de la inversión y ahorro sin precedentes.

Un **fondo de inversión** viene a ser una Institución de Inversión Colectiva, que en base a resultados grupales proporciona rendimientos individuales. Consta de una serie de aportaciones procedentes de inversores, cuyos derechos de propiedad quedan representados mediante participaciones; además de ser administrados por una sociedad gestora de IIC con facultades de dominio (todo ello sin tomar propiedad del patrimonio).

Las aportaciones de las que dispone, pueden ser invertidas en activos financieros y no financieros. El instrumento en cuestión carece de personalidad jurídica propia<sup>1</sup>.

Contiene mecanismos de control; tales como la propia entidad depositaria (Garantiza que la Sociedad Gestora actúe acorde a lo pactado) o diversos organismos supervisores como puede serlo la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

En España, su contexto histórico se remonta a la década de los 60, si bien su implantación no tuvo lugar hasta los años 80.

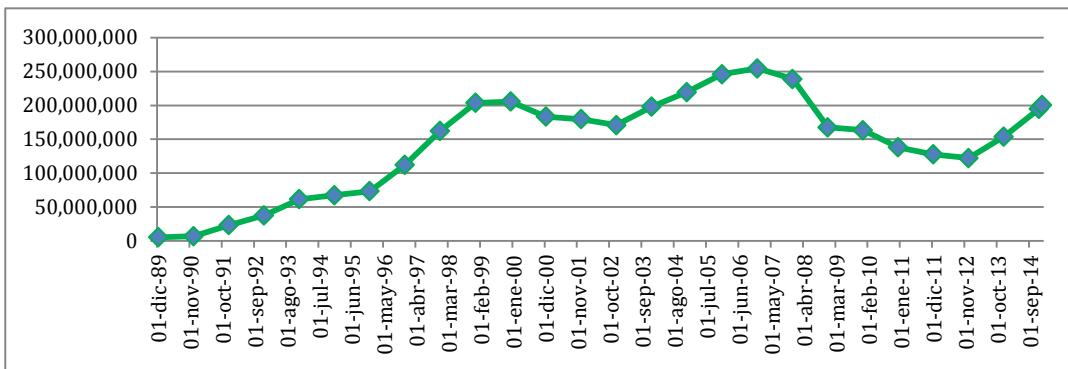
Al igual que buena parte de instrumentos financieros, su atractivo vino influenciado por cambios habidos en la legislación fiscal; la cual tradujo su acción en favor de dicho producto frente a otros.

Tras la crisis de la deuda concebida en 1994, surgen los fondos garantizados. La tendencia creciente posterior en los mercados financieros (renta variable), vino a traducirse en una consolidación de los fondos de inversión mobiliarios.

---

<sup>1</sup> Definición fundamentada en diversas fuentes; “Invertir en Fondos de Inversión” (Guía Banco Caminos), “Los Fondos de Inversión y la Inversión Colectiva” (CNMV), “Los Fondos de Inversión. Gestión y Valoración” (Emilio Soldevilla).

**Gráfico 2.1. PATRIMONIO EN FONDOS DE INVERSIÓN**



**Fuente:** Elaboración propia mediante datos de Inverco

En 2002 se ocasiona una desfavorable tendencia de los patrimonios brutos invertidos en fondos; si bien el 2003 a consecuencia de unos reducidos tipos de interés, la poca rentabilidad y atractivo de los depósitos bancarios, trajo consigo una recuperación de la renta variable que junto a un marco fiscal que permitía el libre traspaso del patrimonio entre fondos, dio lugar a un incremento espectacular de los fondos de inversión.

Con la guerra del pasivo en el año 2006, los partícipes más conservadores dirigieron sus capitales hacia depósitos y renta fija a corto plazo principalmente. Siendo esta una situación que perjudicó a los fondos de inversión notablemente, todavía seguían liderando los mercados financieros.

Al producirse la crisis subprime que se extendió a escala global dentro del ámbito económico y financiero según propone Inverco (2010), llevó a que la confianza del Sistema Financiero Internacional quedara mermada; dando lugar a una corriente vendedora y desapalancamiento de la economía que se tradujo en una condición desfavorable para fondos de inversión. Con los primeros síntomas de inestabilidad, sus consecuencias empezaron a materializarse en julio del año 2007. Su comienzo se vio iniciado por una drástica reducción de la liquidez en productos financieros; Tras la percepción de los prestamistas de un aumento en el riesgo de crédito, su acción vino a traer una disminución de la financiación disponible que quedó materializada en una venta forzosa de activos financieros. Dicha venta masiva provocó una bajada de precios que afectó de manera intensa en el mercado interbancario. La realidad coyuntural obligó a los bancos centrales a inyectar liquidez en los mercados; todo bajo herramientas novedosas y tradicionales que trabajándolas de forma conjunta lograron su efecto 20 meses después del comienzo de la crisis. La transcendencia que este tipo de instrumentos financieros tenían sobre los bancos, además de otros condicionantes que

como casi todo en la economía está correlacionado a consecuencia de la globalización, fue lo que desencadenó una negativa evolución de los conocidos fondos de inversión.

Considerar que la crisis ha acabado sería contraproducente; ya que todavía son cuantiosas las consecuencias que del proceso se han derivado, además de la volatilidad que por falta de confianza ha seguido imperando en los mercados financieros. A pesar de ello, el cambio de tendencia que fondos de inversión han reaccionado en el último año es ya una realidad. Con un mercado en mejora y una caída de la rentabilidad procedente de depósitos, hace que día tras día podamos vaticinar un crecimiento del sector.

## **2.2. CATEGORÍAS Y TIPOLOGÍAS DE FONDOS DE INVERSIÓN**

Los fondos de inversión pueden ser clasificados de muy diversas formas, todas ellas atendiendo a fundamentos subjetivos.

Con objeto de tratar de llevar a cabo una clasificación lo más exhaustiva posible, Banco Caminos (2014)<sup>2</sup> establece tres categorías en referencia a Instituciones de Inversión Colectiva (IIC);

1. Categorías legales de Fondos de Inversión.
2. Categorías analíticas de Fondos de Inversión.
3. Categorías comerciales de Fondos de Inversión.

### **2.2.1. Categorías legales de Fondos de Inversión**

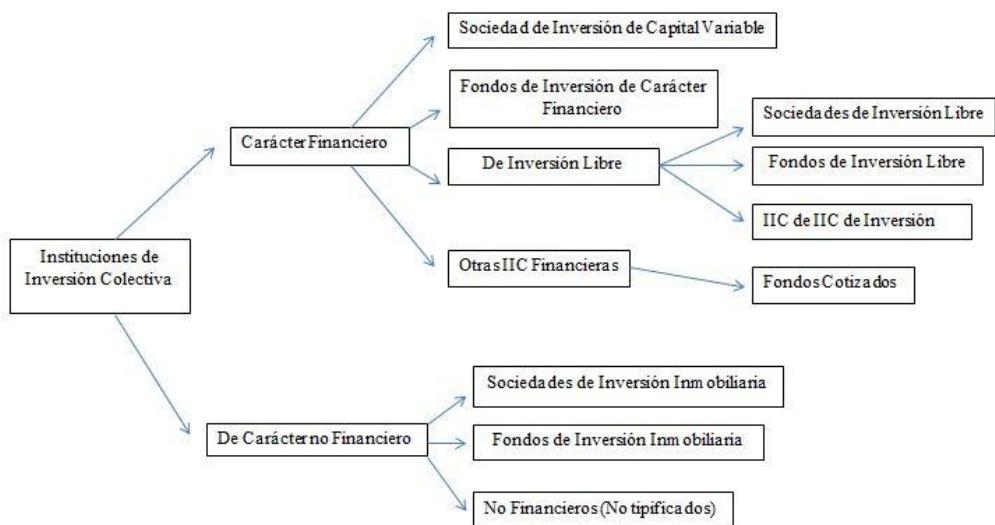
Desde el año 2003, el marco normativo<sup>3</sup> sólo distingue entre IIC de carácter financiero y no financiero. La clasificación queda esquematizada de la forma que a continuación se especifica;

---

<sup>2</sup> Integra a distintas sociedades; Gestifonsa SGIIC, Gefonsa de Sociedad de Valores S.A. y Gespensión Caminos S.A.U.

<sup>3</sup> La Ley 46/1984 quedó derogada y profundizada con el Real Decreto 1309/2005 de 4 de Noviembre de 2005.

## Gráfico 2.2. CATEGORÍAS LEGALES DE IIC



**Fuente:** Banco Caminos (2014)

La distinción con la que se nombra al carácter financiero o no financiero de las IIC, viene dada a consecuencia de los títulos o activos en los que queda materializado cada una de las unidades monetarias que integran el capital; utilizando el denominado carácter financiero para referirse a aquellos que invierten su patrimonio en instrumentos financieros, a diferencia de las que no presentan dicho carácter cuyo capital será invertido en otra serie de activos.

Comenzando por las IIC con carácter financiero, cuatro son los grupos con los que podemos agrupar sus características respectivas;

Son Sociedades de Inversión de Capital Variable aquellas que adoptan forma societaria, pudiendo tener personalidad jurídica o no en función de las inversiones en las que se materialice y la forma jurídica que se utilice para canalizarlas. Su patrimonio queda dividido en acciones; y al igual que los Fondos de Inversión tributan al 1%.

Habiendo sido ya definidos en la introducción los fondos de inversión como tal, pasaremos a la comprensión de los fondos de inversión libre, también conocidos como “hedge funds” o de inversión alternativa. Dirigidos hacia inversores cualificados, su característica básica viene a ser la variedad de posibilidades que en activos financieros pueden destinar sus fondos. Atendiendo a que coja forma societaria o no, así como que pueda estar integrado dentro de otros instrumentos de similares características, podremos hablar de sociedades de inversión libre, fondos de inversión libre, e IIC de IIC de inversión libre respectivamente.

En último lugar pero todavía aludiendo a las IIC de carácter financiero, pasamos a considerar el grupo “Otras IIC financieras”. Su definición viene a ser residual, y como ejemplo en el mismo han de tenerse en cuenta los fondos cotizados o ETF’s. La característica de estos radica en que sus participaciones cotizan durante el periodo bursátil, pudiendo utilizar la política de inversión en replicar cualquier clase de índice o valor cotizado. Siendo semejante a cualquier tipo de acción, conlleva que su valor liquidativo pueda ser conocido durante todo momento en horario bursátil.

Son tres los grupos en los que clasificamos las IIC de carácter no financiero. Su característica propia de que no inviertan en instrumentos financieros o valores, lleva a que puedan predominar otra serie de activos como lo son inmobiliarios u otros; siendo sus características difíciles de clasificar u organizar (no tipificados). La presencia que este tipo de fondos puede ocasionar en nuestros mercados financieros, es de carácter residual si los comparamos con la importancia que llegan a traer consigo las IIC financieras.

### **2.2.2. Categorías analíticas de Fondos de Inversión**

Para poder efectuar una evaluación comparada de cualquier tipo de fondo, es necesario que deban de tenerse en cuenta las diferencias que en alusión a sus activos son manifiestas. Además de ello, también es conveniente considerar que cada fondo puede tener distinta referencia a la hora de valorar su evolución; pudiendo ser esta el tipo de interés del mercado monetario, la inflación, índices bursátiles, etc.

A razón de lo mencionado, es fundamental disponer de una clasificación de fondos que permita comparar rentabilidad-riesgo similares.

A partir del año 1999, son la CNMV e INVERCO quienes comienzan a utilizar nuevas categorías y criterios de clasificación referidos a fondos de inversión; todas ellas en base a la vocación del inversor<sup>4</sup>. No obstante, actualmente es destacable la que Analistas Financieros Internacionales (AFI)<sup>5</sup> efectúa bajo dicha premisa;

---

<sup>4</sup> Circular 1/2009 del 4 de Febrero de la CNMV.

<sup>5</sup> Consultoría y formación independiente en economía y finanzas.

**Tabla 2.1. VOCACIONES DE INVERSIÓN SEGÚN ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (AFI)**

<b>VOCACIONES DE INVERSIÓN</b>				
<b>Vocación</b>	<b>Exposición a RF</b>	<b>Exposición a RV</b>	<b>Exposición a riesgo Divisa</b>	<b>Definición</b>
Inmobiliario	-	-	-	Carácter no financiero. Inversión en inmuebles de naturaleza urbana para arrendamiento. Invierte al menos un 70% del saldo mensual.
Fondos de Inversión Libre	-	-	-	Invierte en "Hedge Funds" al menos un 60%. Dirigido a que inversores particulares puedan acceder a instrumentos de inversión alternativa. No es posible la concentración de más de un 10% del patrimonio en una sola institución.
Fondos de Inversión Libre	-	-	-	Invierten en cualquier tipo de activo financiero. No les es aplicable normativa general. Inversión mínima inicial necesaria de 50000€.
Garantizado parcial	-	-	-	Asegura la recuperación de un % inferior al 100% del capital invertido. Existe garantía de un tercero. Objetivo de rentabilidad a vto. (Pudiendo estar ligada a la evolución de cualquier instrumento financiero).
Garantizado rendimiento variable	-	-	-	Garantía parcial o total de un tercero. El rendimiento sólo puede estar ligado a la evolución de renta variable o divisa. No existe limitación en cuanto a denominación de divisa.
Garantizado RF	-	-	-	Garantía parcial o total de un tercero. Rendimiento fijo. No limitación en cuanto a denominación de divisa.
Gestión Alternativa	-	-	-	Uso de técnicas de gestión alternativa. Búsqueda de rendimientos absolutos.
Gestión Global	-	-	-	Inversión en cualquier tipo de activo. Todo fundamentado en expectativas del gestor.
Materias Primas	-	-	-	Buscan la revalorización de materias primas; independientemente del instrumento financiero.
Monetarios €	No límite	0%	Máx. 5%	Inversión en RF con un plazo no superior a 18 meses. Activos denominados en €. Posibilidad de invertir en derivados con subyacente de RF.

Vocación	Exposición a RF	Exposición a RV	Exposición a riesgo Divisa	Definición
Monetarios Internacionales	No límite	0%	Mín. 5% distinto a € y USD	Plazos no superiores a 18 meses. No posibilidad de derivados con subyacente distinto a la RF.
Monetarios USD	No límite	0%	Máx. 5%	Similar a los dos anteriores, salvo que los activos han de estar denominados en USD.
Retorno Absoluto Conservador	No límite	-	-	Inversión en RF a muy C/P. Búsqueda de retornos absolutos (Gestión Alternativa). Rentabilidad bajo referencias interbancarias.
RF Convertible	-	-	-	Inversión mayoritaria en bonos convertibles. No distinción de divisa.
RF Corto €	No límite	0%	Máx. 5%	Duración media de la cartera no superior a 2 años. Activos en € sin posibilidad de derivados con subyacente distinto a la RF.
RF Corto USD	No límite	0%	Máx. 5%	Activos en USD. En lo demás similar al anterior.
RF Emergentes	-	-	-	Inversión mayoritaria en RF de países emergentes. Sin distinción de divisa.
RF High Yield	-	-	-	Inversión mayoritaria en bonos de alto riesgo. Sin distinción de divisa.
RF Internacional	No límite	0%	Mín. 5% distinto a € y USD	Inversión mayoritaria en RF internacional.
RF Largo €	No límite	0%	Máx. 5%	Duración media en cartera superior a 2 años. No posibilidad de derivados con subyacente distinto a la RF. Moneda €.
RF Largo USD	No límite	0%	Máx. 5%	Similar al anterior salvo que los activos están denominados en USD.
RF Mixta €	70%<	30%>	Máx. 5%	Los activos están denominados en €.
RF Mixta Internacional	70%<	30%>	Mín. 5%	Prima la inversión en renta fija internacional.
RV EEUU	-	75%<	-	El porcentaje de acciones de emisores estadounidenses es mínimo del 75%. Más de un 30% está denominado en monedas distintas al €.
RV Emergentes (Asia y Oceanía)	-	75%<	-	El porcentaje RV de emisores de países emergentes es al menos del 75%. Más de un 30% está denominado en monedas distintas al €.
RV Emergentes (Europa del Este)	-	75%<	-	Si bien el anterior se centra en Asia y Oceanía, este lo hace en países de Europa del Este. Lo demás es similar.

Vocación	Exposición a RF	Exposición a RV	Exposición a riesgo Divisa	Definición
RV Emergentes Global	-	75%<	-	Similar a los dos anteriores, salvo que no existe preferencia por emisores concretos.
RV Emergentes Latinoamérica	-	75%<	-	Similar a los tres anteriores, salvo que la preferencia se dirige a países latinoamericanos.
RV España	-	75%<	Máx. 30%	Inversión en RV nacional de al menos el 90% de la cartera. Activos denominados en €.
RV Euro	-	75%<	Máx. 30%	Inversión en RV nacional no podrá superar el 90% de la cartera. Activos denominados en €.
RV Europa	-	75%<	Mín. 30%	Al menos RV europea del 75%.
RV Internacional	-	75%<	Mín. 30%	Inversión concentrada en los países más desarrollados de la OCDE.
RV Japón	-	75%<	Mín. 30% distinto a €	La inversión en RV se concentra en emisiones japonesas. Al menos del 75%.
RV Mixta €	-	30%<x<75%	Máx. 30%	Activos denominados en €. Invierte tanto en RF como en RV.
RV Mixta Internacional	-	30%<x<75%	Máx. 30% distinto a €	Invierte en RF y RV internacional
RV Sectores Crecimiento	-	75%<	No límite	Centra su inversión en sectores de crecimiento (Tecnología, Biotecnología, Telecomunicaciones y medios de comunicación).
RV Sectores Defensivos	-	75%<	No límite	Centra su inversión en sectores defensivos (Alimentación, Sanitario, Financiero, Automóviles, Energía).
RV Emergentes MENA	-	75%<	No límite	La inversión se concentra en RV cuyos emisores tengan domicilio o desarrollen su actividad en la región “Middle East And North Africa”

Fuente: Banco Caminos (2014) en Anexos

### 2.2.3. Categorías Comerciales de Fondos de Inversión

Siendo los inversores y particulares quienes día tras día dan lugar a multitud de actividades en el área financiera, considerar grupos comerciales resulta relevante. Son ellos quien en base a sus demandas dan vida a un mundo de operaciones complejas; y que tras el paso del tiempo han sido conocidas como finanzas.

Si tuviéramos en cuenta la gran variedad de inversiones que operadores de mercado ofrecen a particulares e instituciones, sería impresionante la diversidad con la que podría toparse uno analizando todos ellos minuciosamente. A pesar de esto, serán

rasgos generales los que utilicemos para efectuar la clasificación, ya que sólo así es posible lograr mayor integridad.

Seis serán los apartados que Banco Caminos (2014) referencia en dicha categoría;

#### Fondos Clónicos

La razón de su nombre se debe a la política de inversión; no con los activos a los que vaya dirigido su patrimonio. Denominados también fondos gemelos, realizan una política de inversión cuyo contenido y práctica es íntimamente similar a la que otro fondo de inversión confecciona en el mercado.

Como finalidad, dichos fondos permiten a las gestoras el poder construir instrumentos idénticos en cuanto a construcción de la cartera; registrándolos y comercializándolos en nuevos países. Además, permite multiplicar un mismo fondo en otros; siempre con la misma cartera aunque sean diferentes comisiones las que interfieran en la rentabilidad correspondiente.

#### Fondos Internacionales

Gracias a esta tipología, los inversores no tienen por qué acomodarse a lo que su país en términos financieros puede ofrecerle.

Atendiendo a diversas premisas, tres podrían ser las agrupaciones;

1. Geográficos: Los activos en los que invierte el fondo se basan en cuestiones territoriales. Dependiendo de que exista o no preferencia o restricción por una zona en concreto, diferenciaremos entre globales (no existe restricción alguna) o por zonas (la inversión se centra en un área en particular).
2. Emergentes: Los activos de dichos fondos ya no responden a cuestiones territoriales, sino propiamente económicas. Por su condición de emergentes, a causa de su desarrollo en proceso, son países con elevado riesgo y potencial de crecimiento. Generalmente se materializan en renta variable, aunque también lo pueden hacer sobre renta fija.
3. Divisa: Son cuestiones de moneda las que aglutinan a este tipo de fondos internacionales. El riesgo de tipo de cambio es un factor clave a tener en consideración, siendo fundamental en la determinación de la rentabilidad correspondiente. Los activos en los que se invierte vienen a ser divisas, jugando con el efecto que el tipo de cambio genera.

### Fondos Bursátiles

La clara orientación de estos fondos de inversión hacia la bolsa, trae consigo que sea la renta variable la que habitualmente suponga mayor peso en cartera. Seis son las orientaciones que podrían predominar en este aspecto;

1. Generales y Sectoriales: La diferencia de ambos radica hacia donde vaya dirigido el patrimonio correspondiente. Si el fondo invierte su patrimonio hacia la bolsa en su conjunto, pasaremos a denominarlo general, pero si lo hace sobre un sector o sectores determinados, será considerado sectorial.
2. De crecimiento y de renta: Son fondos de crecimiento aquellos cuyo patrimonio es direccionado a invertir en empresas o sectores donde las perspectivas de generar riqueza son bastante altas. Los gestores de este tipo de fondos, habitualmente buscan compañías cuyas ganancias a menudo se ven incrementadas en un 10% (o incluso más). Algo bastante distinto ocurre con los fondos renta, también llamados fondos de ingreso, donde el cobro estable de dividendos e intereses es el factor que determina la selección de la empresa o emisor. A consecuencia de asumir un riesgo mucho menor en este último tipo de fondos, hace que su rentabilidad también lo sea si los comparamos con los de crecimiento.
3. Indexados: La política de estos fondos viene a ser la de replicar un determinado valor o índice. Para ello trata de construir una cartera que de forma similar o igual sea a otra conformada por un índice de un mercado particular. Tal réplica busca la mayor fidelidad posible.
4. De estilo: Aunque lo consideramos como un grupo diferente, los fondos estilo podrían agrupar buena parte de los hasta ahora descritos. Su característica se basa en determinar una política de selección de activos que quedará informada en el folleto. En base a ello es establecida la selección de activos.
5. De tamaño o de capitalización: Aunque también podrían ser fondos estilo, su particularidad radica en que serán las empresas que bajo determinadas condiciones de tamaño o de capitalización sean consideradas en la inversión de dichos fondos.
6. Cotizados: También son llamados ETF's. Las participaciones de este tipo de fondos quedan negociadas en bolsa, de tal forma que puede acudirse a la compraventa de los mismos durante horario bursátil.

### *Fondos de Renta Fija*

Como su propio nombre indica, la orientación a la que van dirigidos estos fondos es predominantemente la renta fija. Atendiendo a cuáles sean las particularidades que dispongan los títulos de renta fija a los que va dirigida la inversión, distinguiremos entre;

1. Renta Fija del Gobierno: La diversidad que puede darse bajo este contexto es inmensa. Dirige sus capitales hacia títulos de deuda emitidos por gobiernos. Los títulos de deuda en cartera pueden pertenecer a diversos gobiernos, acudir a un plazo de vencimiento distinto, o incluso estar denominados en distintas monedas.
2. Renta Fija Investment Grade: Su particularidad viene a ser la valoración crediticia, no pudiendo ser esta inferior a BBB o equivalente<sup>6</sup>.
3. Renta Fija High Yield: A diferencia de los fondos anteriores, su inversión no irá dirigida hacia títulos de renta fija que tengan una valoración crediticia superior a BBB o equivalente. Su menor rating vendrá dado a consecuencia de un mayor riesgo, lo que provocará que sus rentabilidades pasen a ser superiores frente a los Investment Grade ya descritos.
4. Renta Fija Internacional: Son muy similares a los ya nombrados renta fija gobierno. Las cuestiones a destacar vienen a ser la no necesidad de que los títulos de renta fija deban proceder fundamentalmente del gobierno, además de que exista la obligación de que correspondan a varios países (Pudiendo dar lugar a varias divisas).
5. Éticos y Solidarios: Ambos tipos de fondos están relacionados con criterios o finalidades sociales. Mientras los fondos éticos seleccionan sus activos en base a dichos criterios, los solidarios otorgan una parte de la comisión para fines sociales.

Es fundamental considerar una distinción última; la existencia de fondos de inversión de renta fija a largo y corto plazo. Siendo el factor tiempo una de las variables clave en este tipo de activos, además de utilizarse herramientas que habitualmente tratan de medir el riesgo en base a este concepto (Un ejemplo sería la duración de Macaulay), hace que sea necesaria esta consideración. El término de largo plazo será utilizado para referirnos a aquellos fondos de inversión cuyo periodo hasta vencimiento es superior al año, a diferencia del corto plazo que será utilizado para periodos inferiores al mismo. En

---

<sup>6</sup> Ante dicha identificación, Standard and Poor's considera que el ente valorado se encuentra en una capacidad adecuada para cumplir sus compromisos financieros, aunque a condiciones adversas puede que la situación se complique. Para conocer la tabla de rating propia de Standard and Poor's, puede consultar el siguiente enlace; <http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/es/la>

numerosas ocasiones, la renta fija a corto plazo puede considerar títulos cuyo plazo hasta vencimiento sea inferior a los 18 meses.

#### Fondos Mixtos

La literatura financiera alude este nombre para referirse a aquellos fondos cuyo patrimonio es dirigido a activos de renta fija y variable simultáneamente. Ambos tipos de agrupaciones de activos suponen una ponderación en este tipo de carteras. Atendiendo a cuál de ellas presente una mayor ponderación en la cartera como tal, pasaremos a denominarla como fondos de renta fija mixta o renta variable mixta.

#### Fondos por compartimentos

Este tipo de fondos pueden recibir el nombre de fondos paraguas, y su particularidad se basa en la existencia dentro de un mismo fondo de dos o más subfondos.

La operativa se da cuando un gestor invierte las participaciones propias del fondo en otro o varios diferentes. De esta forma, cada uno de ellos tiene su política de inversión correspondiente, así como su régimen de gastos y comisiones. A razón de esta actividad, el importe de comisiones puede ser alto mermando considerablemente con ello la rentabilidad. No obstante, la diversificación que pueden traer consigo es importante.

#### Fondos Garantizados

Puede decirse que en los últimos años han sido los más populares para inversores españoles, algo que muestra el perfil altamente conservador de la sociedad inversora española.

Surgieron en la década de los 90, a causa de una crisis concebida en la deuda. Se llaman así puesto que es aplicada la garantía de un tercero en beneficio del partícipe. En caso de que dicho tercero no cumpla con la obligación correspondiente, el partícipe procederá a la recuperación del total o un porcentaje del capital invertido en un plazo determinado (todo gracias a la garantía).

Dependiendo de que la rentabilidad sea garantizada directamente del depositario al partícipe, o bien del depositario o un tercero al fondo y éste al partícipe, la garantía será externa o interna respectivamente. Tal distinción puede dar lugar a diferencias fiscales o en cuanto al beneficiario; de tal forma que en caso de garantía externa, la rentabilidad será considerada como rendimientos del capital mobiliario, además de ser sólo aplicable dicha garantía a aquellos inversores cuyas participaciones hayan sido adquiridas durante el periodo de suscripción. En caso de garantía interna, la rentabilidad figura como

ganancia patrimonial obtenida, disponiendo además todos los partícipes de rentabilidad garantizada.

Atendiendo al tipo de rendimiento que generen al partícipe, pasaremos a agruparlos en rendimiento fijo o variable. En buena parte de los casos, un rendimiento variable se ve afectado por la revalorización que un índice o activo determinado experimenta a lo largo de la duración concebida en la inversión.

## 2.3. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

Conforme la industria financiera ha ido creciendo a lo largo de los últimos años (siempre para adaptarse a las demandas que agentes económicos exigen de forma activa en los mercados), la complejidad que de la misma se ha ido generando ha traído consigo una evolución de la literatura financiera sin precedentes.

Si profundizamos acerca de la gestión de carteras como tal, se hace auténticamente necesario considerar el concepto de Selección Estratégica de Activos; más conocido por su origen en inglés como “Strategic Asset Allocation”.

Tal concepto se hace interesante puesto que es uno de los más relevantes a la hora de entender cada una de las diferencias que a continuación darán lugar a las estrategias propiamente descritas y analizadas. Entendiendo dicho término como la línea de gestión que a largo plazo va a suponer una determinada combinación de activos; serán las clases de activos, así como sus respectivos pesos, las decisiones clave que todo gestor de carteras deberá considerar en primer lugar para montar su propio portfolio.

Aunque se hace indispensable la característica del largo plazo para materializar en la práctica lo que dicho término trae consigo, su condición como tal no ha de constituirse como algo inamovible (independientemente de la estrategia que utilicemos como referencia). A razón de que el riesgo asociado a los activos, expectativas de rentabilidad que inversores actualizan constantemente, además de las correlaciones que en general los activos experimentan, se hace necesario una serie de ajustes tácticos que permitan adaptar la cartera a las realidades que de forma continua presentan un carácter dinámico (Strategic Asset Allocation in Continuous Time o Tactical Asset Allocation).

Las dos grandes estrategias que a continuación pasaremos a detallar (históricamente confrontadas en la literatura financiera), además de la gestión indexada y alternativa que seguidamente quedarán analizadas, será el objeto de descripción que dicho trabajo presente.

### 2.3.1. Gestión Activa

Dicha categoría es denominada en su lengua materna como “Traditional Active Management”.

Según considera Vicente (2003), una de las directrices estratégicas de este tipo de gestión es la *“mayor dedicación de sus recursos técnicos y humanos en la selección de los títulos a incluir en cartera, además de diferenciar aquellos valores que se prevea”*

*que vayan a tener mejor comportamiento que el ofrecido por el mercado en un determinado horizonte de inversión”.*

La finalidad básica de este tipo de operativa viene a ser la consecución en términos de rentabilidad y riesgo de performance superiores a los que el mercado ofrece para dicho horizonte temporal. Tal consideración trata de reflejar lo que en términos financieros significa “batir al mercado”.

Para llevarla a cabo, el gestor de carteras tratará de identificar las características de una serie de alternativas de inversión que a sus efectos considere un potencial de rendimiento. Tales expectativas deberán vaticinar un comportamiento mejor al que el mercado propicie en información a sus agentes económicos. La forma de conseguirlo podrá serlo a través de cualquier herramienta financiera conocida por la literatura financiera en la actualidad.

Para alcanzarlo se ha de estar de acuerdo con la hipótesis de que los mercados financieros no son eficientes como tal, y por lo tanto el participar en ellos supone que podamos observar una serie de anomalías. Tales circunstancias dirigirán la mirada a que inversores o gestores sean capaces de lograr esos mayores rendimientos que pueden lograrse en un futuro.

La razón de tal estilo lleva a que no sea sencilla de poner en práctica; sin embargo es cierto de que tales momentos y circunstancias son apreciadas ocasionalmente en los mercados.

Como ejemplos de este tipo de gestión, Vicente (2003) considera siete estilos cuyas particularidades son fácilmente agrupables bajo dicha operativa;

1. De sincronización: La apuesta por la combinación de Renta Variable y Fija da lugar a ajustes tácticos en el corto plazo.
2. De anomalías en el mercado: Trata de conseguir rentabilidades adicionales en base a la no aleatoriedad de los rendimientos propiciados por los títulos en el mercado.
3. Multigestión: La cartera correspondiente es diversificada hacia distintos gestores para así aprovecharse de sus distintos estilos de inversión.
4. En acciones de pequeña capitalización: La razón viene a ser el potencial de crecimiento que suelen dar lugar este tipo de compañías.
5. Estructurada: Si bien la gestión gira en torno a un índice, su particularidad radica en la consecución de las revalorizaciones que dicha referencia experimenta, además de protegerse ante posibles pérdidas.

6. Alto riesgo: La consecución primordial vienen a ser las ineficiencias del mercado.
7. Global: A consecuencia de un mercado globalizado y cuyas fronteras son cada vez menos visibles, la estrategia se basa en aprovechar oportunidades de rendimiento.

Ya para acabar y como cualquier otro tipo de gestión, sus características dan lugar a una serie de ventajas e inconvenientes. Tales precedentes pasaremos a describirlos en la siguiente tabla;

**Tabla 2.2. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA GESTIÓN ACTIVA**

<b>GESTIÓN ACTIVA</b>	
<b>Ventajas</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Posibilidad de rendimientos superiores a los que son propiciados en el mercado general.</li> <li>2. En caso de que el mercado adopte tendencias correctoras, dicha gestión puede ser capaz de adoptar posiciones más defensivas.</li> <li>3. Para su análisis se hace eco de cientos de métodos que hacen uso del análisis técnico, fundamental y macroeconómico; haciéndola más atractiva de cara a inversores o gestores cualificados.</li> </ol>
<b>Inconvenientes</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. La exigencia de un análisis más exhaustivo conlleva que deba ser más riguroso; dando lugar a mayores costes que repercutirán en la rentabilidad final.</li> <li>2. El gestor o inversor puede incurrir en errores de selección, no alcanzando el objetivo perseguido.</li> <li>3. Los rendimientos que pueden obtenerse no tienen por qué ser superiores a los que el mercado vaticina, además de la posibilidad de dar lugar a pérdidas mayores como consecuencia de su característica de agresivo frente al mercado.</li> <li>4. Requiere estar más comprometido con la cartera y hacer un cuidado mayor de la misma, además de la necesidad de conocimientos superiores sobre el mercado (a fin de encontrar información que pueda pasar desapercibida a ojos del inversor habitual).</li> <li>5. La mayor rotación de activos en el corto plazo para adaptarse a las correcciones de tendencia, derivan en mayores costes de transacción.</li> </ol>

**Fuente:** Elaboración Propia mediante información de Prieto Burgos (2003) y Vicente (2003)

### 2.3.2. Gestión Pasiva

Desde que la disciplina de gestión de carteras tuvo su hueco en la literatura financiera, la controversia que de la misma se ha derivado en si los conceptos de gestión indexada y pasiva son lo mismo es todavía un dilema. Ante características similares o compartidas pero con ciertos matices, es constante el debate que financieros habitualmente realizan con el enriquecimiento que de ello se deriva en finanzas. Nuestra estrategia a tratar, recibe el nombre en inglés de “Passive Management”.

Su cometido no es invertir en valores que puedan ser clasificados en atractivos o no, independientemente de cuales sean los rasgos que llevarían a dicha distinción<sup>7</sup>, sino en asumir una estrategia sobre determinados activos a fin de mantenerla en el tiempo. El concepto suele vaticinar que se invierta en valores de similares características, siendo resultado de ello comportamientos similares en torno a rentabilidad y riesgo. No obstante, aunque ello queda fundamentado por el hecho de que incurrir en “assets” similares no conlleva políticas de Stock Picking o Market Timing (Propias de la Gestión Activa a fin de generar valor añadido); lo cierto es que no tiene por qué darse.

Una de las premisas relevantes que diferencian dicha gestión frente a la anterior operativa (Gestión Activa), es el argumento teórico del mercado eficiente. Tal afirmación en la literatura financiera, considera que los precios representan de forma inmediata y consistente la información que el mercado dispone; he de ahí que no sea posible la realidad de “batir al mercado” a no ser de que se trabaje con información privilegiada (algo ilegal en la normativa común).

En toda clase de mercados, los precios además de las expectativas experimentarán un ritmo constante; siendo ello hasta que información no prevista y que a efectos de mercado o financiero suponga ser relevante de lugar a una corrección en los mismos. A razón de que toda nueva información sea aleatoria como consecuencia de la incertidumbre sobre la que se rige el futuro, los precios seguirán un camino aleatorio. Esta afirmación es clave ya que en caso de producirse, echaría “por tierra” cualquier tipo de instrumento o análisis para predecir su evolución.

Si bien dicho estilo de gestión propicia a que no sea necesaria la destinación de recursos técnicos y humanos durante la inversión como tal, sí que es necesario un rebalanceo de la cartera para mantener de esta forma el riesgo equilibrado.

---

<sup>7</sup> No se pretende pronosticar cotizaciones o hacer traspasos de capital mediante estrategias propias de Market Timing o Stock Picking.

Las ventajas e inconvenientes que podemos tener en consideración haciendo referencia a la gestión pasiva son las siguientes;

**Tabla 2.3: VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA GESTIÓN PASIVA**

<b>GESTIÓN PASIVA</b>	
<b>Ventajas</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. A consecuencia de una operativa en la que sea necesaria menor volumen de transacciones, conlleva que los costes de transacción y por lo tanto comisiones también lo sean.</li> <li>2. A razón de los bajos costes de gestión, además de una realidad donde la gestión activa no tenga por qué suponer rendimientos superiores, trae consigo que el rendimiento medio tienda a asemejarse o ser superior al de la gestión activa (Ello si consideramos también las pérdidas potenciales de aquella gestión).</li> <li>3. No es necesario un conocimiento muy exhaustivo del mercado.</li> </ol>
<b>Inconvenientes</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Ante caídas del mercado no son seguros, puesto que una bajada prolongada o puntual hará que el fondo también lo haga.</li> <li>2. El dinamismo que cada vez es más sonado en los grupos de activos, trae consigo que se frecuenten cambios en los mismos; dando lugar a una erosión del principal beneficio que vendría dado a consecuencia de un incremento en la operativa para adaptarse.</li> <li>3. La elevada concentración que de sectores se está produciendo en la economía global, lleva a que pueda verse incrementado el riesgo sectorial que a menudo experimenta este tipo de gestión.</li> </ol>

**Fuente:** Elaboración Propia mediante información de Burgos Prieto (2003) y Vicente (2003)

### 2.3.3. Gestión Indexada

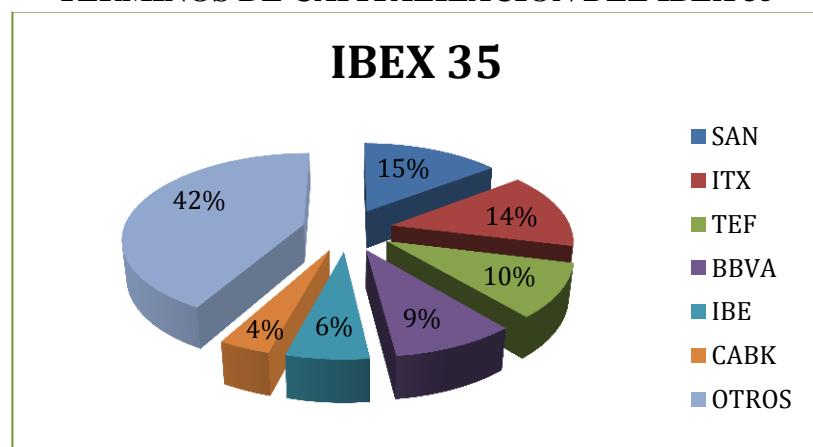
Siendo esta un paso más allá de la gestión pasiva como tal, ante características cercanas y similares que históricamente han sido analizadas bajo la mirada de iguales, ha hecho que en la mayor parte de los casos sea utilizada una definición bajo dirección conjunta.

Denominada igualmente bajo el término “indexing”, su propósito se basa en replicar un índice de mercado que se tome como referencia. A razón de ello no sólo buscará combinar los activos que formen parte del índice, sino también replicar el rendimiento o “performance” del respectivo mercado (índice).

Su consideración como estilo de gestión diferente viene a deberse a consecuencia de la estrategia en sí misma. Es cierto que los índices habitualmente predominantes en

mercado, constan de activos con características comunes; sean estas la liquidez, capitalización... (Algo muy característico de la Gestión Pasiva). No obstante, la realidad conlleva que deba profundizarse mucho más que lo mencionado. Para exponerlo se acudirá al propio IBEX 35. Dicho índice resulta estar ponderado por capitalización bursátil; siendo justificadamente relevante el propio free float a efectos de ajuste.

**Gráfico 2.3. EMPRESAS MÁS RELEVANTES EN TÉRMINOS DE CAPITALIZACIÓN DEL IBEX 35**



\*Los porcentajes no consideran aquellos ajustes que en el cálculo del selectivo transforman la capitalización.

**Fuente:** Elaboración Propia

Analizando el Gráfico 2.3 previamente mostrado en alusión al IBEX 35, da lugar a una composición que resulta ciertamente particular; 6 empresas de todo el selectivo suponen más de la mitad que el resto de componentes juntos. Bajo esta consideración, puede darse el hecho de que dado un movimiento que generen las empresas de mayor capitalización, el IBEX 35 acabe siguiéndolas frente a un resto que pueda comportar una condición contraria. Si tomáramos la gestión indexada, se seleccionarían aquellos títulos que conscientemente apunten a la mejor réplica del mercado (en este caso el IBEX 35). Aunque es una forma de lograr el cometido perseguido; no es la única. Puede también alcanzarse adquiriendo todos los títulos que forman parte del índice (dotándole a cada uno de ellos del mismo peso que asumen en mercado). No obstante, si bien la primera política incurre en mayor error de seguimiento por adquirir una muestra en lugar de la población; la segunda lo hace a efectos de costes de transacción adicionales<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Ambas operativas van aludidas a un entorno de mercado al contado.

Puede comprobarse que ambas operativas hacen necesario habilidades de Stock Picking y Market Timing; todo a fin de que permanezca el cumplimiento de la estrategia a lo largo del tiempo. Aludir esta condición a que Gestión Indexada forme parte del grupo de Gestión Activa no es posible; Ya que en ningún momento se pretende que dichas habilidades doten a la cartera de la posibilidad de batir al mercado. Ante ello nos encontramos con la Gestión Pasiva; Estilo de gestión que a efectos de incorporación de la estrategia mencionada resulta más evidente.

Llevar a cabo habilidades de Stock Picking y Market Timing no conlleva más que mantener y perseguir la estrategia objeto de interés inicial (Replicar al mercado). En ningún momento se pretende añadir a cartera títulos que sean atractivos frente a otros. Esta realidad lleva a que sea posible y exista acuerdo con lo que previamente era definida la Gestión Pasiva.

Considerar que la Gestión Indexada forma parte de la Pasiva, es un matiz importante ya que esta última presupone una definición no tan restrictiva como sí lo hace la anterior; dando lugar a que otras estrategias más específicas también pudieran integrarla. Un ejemplo sería la denominada correspondencia entre flujos de caja. Mediante esta, se pretende diseñar una estructura que permita financiar una serie de pagos a través del resultado y el valor de los activos que la componen. Como puede verse, la operativa de esta última no iría más allá que mantener el objetivo perseguido (Lograr efectuar los diversos pagos); Siendo destacable que ello afecta comúnmente con la gestión indexada desde una intencionalidad distinta, en ningún momento se está proponiendo que deba replicarse el mercado.

Esto conlleva que las características comunes en todas ellas deban agruparse en un orden superior (Gestión Pasiva); pero las específicas aludan a estrategias concretas (Un ejemplo; la Gestión Indexada). He de ahí que las consideremos diferentes y rechazando la posibilidad de que sean definidas de la misma forma.

Si aludimos a la segunda operativa mencionada anteriormente para lograr la indexación de un índice (Buscando la totalidad de activos componentes del índice además de dotarle mismo peso a cada uno de ellos; Proxy Portfolio), la teoría financiera nos afirma que el gestor lograría una réplica exacta. No obstante y tal y como nos propone Soldevilla (1999), la realidad práctica es muy diferente; En primer lugar porque las inversiones de los partícipes en el fondo, así como la reinversión de los dividendos e intereses se hacen en cuantía proporcionalmente reducida respecto a la dimensión que en términos de mercado supondría. También por los costes de transacción resultantes,

operativa de empresas (Fusiones, escisiones...) además de los cambios que año tras año hacen variar la composición del índice, conllevan que exista el conocido como error de seguimiento o “Tracking Error” (Desviación experimentada entre el rendimiento de la cartera indiciada y el correspondiente índice).

*Media en términos absolutos de las diferencias de rentabilidad*

$$\text{Tracking Error} = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{\text{cartera},t} - R_{\text{benchmark},t})}{n} \quad [2.1]$$

Otra medida posible, es la *desviación típica de la perturbación aleatoria de la siguiente regresión*;

$$R_{\text{cartera},t} = \alpha + \beta * R_{\text{benchmark},t} + \mu_t \quad [2.2]$$

Si quisiéramos conocer la desviación correspondiente en la magnitud referida a riesgo, su relación podría concluir en procesos mucho más complejos. La razón se debe a que el riesgo de una cartera no sólo depende de la volatilidad de los títulos con los que está formada, sino también de sus respectivas correlaciones y ponderaciones. Si tratáramos de aplicar todas las posibles combinaciones que de títulos podría darse en un mismo índice, el efecto de medición tendería a complicarse bastante.

En base a todo lo descrito, la metodología del gestor con propósito de alcanzar los objetivos propicios de dicha gestión, se cumplimenta a través del diseño de una cartera estructurada de referencia. El nombre de este portfolio es habitualmente conocido como cartera normal o básica, y su representación corresponde con los objetivos fundamentados por el gestor. Tras concebir esto ha de entenderse que será aplicada una gestión pasiva ante los objetivos fijados, además de una gestión activa en referencia a la composición de activos.

Factor que ha de tener en relevancia son las correspondientes ineficiencias (aun no siendo consideradas en sus premisas básicas, es habitual que podamos encontrarlas como muchos estudios demuestran). Ello se explica en que es muy difícil que el mercado alcance una eficiencia total; todo fundamentado en la práctica, ya que los precios pueden seguir una cierta autonomía que dé lugar a una desviación respecto a su correspondiente valor. Los condicionantes que darían lugar a ello según propone Soldevilla (1999) son;

### La liquidez.

No es la primera vez que los inversores operan en mercados únicamente justificados por criterios de liquidez; de tal forma que ostenten una determinada venta simplemente por el hecho de la necesidad de tal, o bien una determinada compra por la mera circunstancia de exceso de liquidez.

Un aumento desproporcionado de la liquidez hace generar psicológicamente necesidades de invertir, siendo el objetivo resultante la búsqueda de rendimientos.

### Perturbaciones emocionales.

Es habitual como meras informaciones procedentes de medios de comunicación, o incluso posibles habladurías que puedan darse a través de foros de finanzas u otro medio, lleven a que inversores tomen decisiones sin una explicación o razón fundamentada de ello. Esto hace que día tras día tomen más fuerza investigaciones de “Behavioural Finance”; denominado en castellano como Finanzas del Comportamiento.

Si bien dichas circunstancias pueden ser desencadenantes de una deformación en la eficiencia de los mercados, tampoco viene a tratar la opinión de que la anule. Si además tampoco es aconsejable tratar de mercados totalmente eficientes puesto que como hipótesis no lograría alcanzar la explicación veraz y completamente real, es conveniente que entre ambos extremos sea explicada la eficiencia de los mercados.

Siendo que las similitudes están muy presentes en la comparación de esta alternativa de gestión de carteras frente a la gestión pasiva ya anteriormente analizada (he de ahí que la literatura financiera las haya considerado como idénticas hasta ahora), hace que sus ventajas e inconvenientes sean prácticamente iguales a las que en gestión pasiva fueron comentadas.

#### **2.3.4. Gestión Alternativa**

También llamada como gestión de rentabilidad absoluta, su cometido se basa en la utilización de procedimientos donde indiferentemente de la tendencia que experimente el mercado (bajista o alcista), es posible obtener una rentabilidad; he de ahí su segundo nombre.

Su papel es cada vez más importante entre los inversores, fundamentado además por dos razones lógicas;

1. Un entorno donde la globalización es cada vez más aceptada y experimentada, el cual conlleva que las correlaciones también lo sean; trayendo consigo una tendencia hacia la nulidad de la diversificación de tipo geográfico.
2. La necesidad de defenderse ante cambios de tendencia experimentados por el mercado.

Todo inversor que dirige su mirada hacia este tipo de gestión, se debe a que lo que busca principalmente es la conservación del capital, un logro mayor en la diversificación, además de obtener rendimientos indiferentemente de como posicione el mercado. Dicha operativa no sólo recurre a posiciones de comprar y mantener (algo que ocurre en la gestión tradicional y que es conocido como “buy and hold”), sino también se efectúa un uso extenso de derivados, la posibilidad de venta a corto, además de un apalancamiento.

Mientras la gestión activa y pasiva estaban orientadas a batir o a seguir el mercado respectivamente a través de la beta (magnitud que inicialmente fue propuesta en el modelo de Sharpe (1961), y que viene a relacionar la rentabilidad de la cartera respecto al mercado), este nuevo tipo de gestión irá orientada a generar alfa (aquella rentabilidad adicional que el gestor obtiene a consecuencia de su habilidad, además de no tener relación con la que el mercado propicia).

#### *Modelo de Mercado de Sharpe*

$$R_t = \alpha + \beta * M_t + \varepsilon_t \quad [2.3]$$

Siendo enorme la variedad con la que podríamos toparnos si analizáramos las estrategias que implementan a este tipo de gestión, pasaremos a considerar algunas que por su relevancia son habituales en fondos bajo dicha operativa (Hedge Funds).

Para presentarlas, se aludirá a su división en tres grandes grupos. Esta clasificación estará fundamentada de las aportaciones llevadas a cabo por Banco Caminos (2014) y Cambón (2004).

Gráfico 2.4. CLASIFICACIÓN DE ESTRATEGIAS EN GESTIÓN



Fuente: Elaboración Propia

Comenzando por las estrategias enmarcadas dentro del **rendimiento relativo**, grupo donde se manifiestan aquellas operativas en las que el gestor trata de identificar las ineficiencias habidas en precios de valores o activos a través del arbitraje o posiciones neutrales en mercado, encontramos las siguientes;

*Convertible Arbitrage*

Su cometido se basa en utilizar posiciones largas en los activos convertibles, así como cortas en sus subyacentes. Dicha operativa nos permite beneficiarnos de los respectivos cupones, además de proteger el capital ante el riesgo direccional del mercado.

*Fixed Income Arbitrage*

Aplicando esta estrategia nos beneficiarnos de la ineficiencia habida en los precios de renta fija; todo gracias al uso de la renta fija y los derivados.

*Equity Market Neutral*

La intención de esta estrategia se basa en la anulación del riesgo de mercado, haciendo que la beta sea igual a cero. Para lograrlo se nutre de posiciones largas y cortas tomadas simultáneamente, además de su aprovechamiento de las respectivas ineficiencias habidas en mercado.

En caso de que se proceda a tomar ambas posiciones (larga y corta) simultáneamente, además del mismo mercado para reducir lo máximo posible el riesgo del mismo, pasaremos a denominarla como "Stock Arbitrage". Si por el contrario se utilizan herramientas estadísticas para identificar oportunidades, además de las ya mencionadas posición larga y corta simultáneamente, tendremos la "Statistical Arbitrage".

Las de **evento impulsado** son aquellas que se operan bajo determinadas actividades que surgen en mercados. Generalmente de carácter corporativo.

#### *Risk Arbitrage*

Dicha estrategia es relevante cuando el fenómeno que viene a darse en los mercados se basa en uniones corporativas. Ante una situación donde una empresa adquiere otra, el gestor deberá de tomar una posición larga en la compañía adquirida además de corta en la adquiriente. Tal operativa presenta un riesgo ante realidades donde la operación no llegara a producirse; situación que podría provocar la corrección de los precios drásticamente.

#### *Distressed Securities*

La oportunidad de esta estrategia se da ante eventos corporativos correspondientes a su deuda. Dicho de otra forma, cuando una entidad corporativa se encuentra en situación de reorganización, quiebra o cualquier otro tipo de reestructuración, el gestor tratará de aprovechar el bajo valor de la empresa tomando simultáneamente posiciones largas y cortas para así defenderse ante posibles cambios bruscos de cotización.

En último lugar y considerando las oportunidades que bajo premisas de inversión pueden darse, serán **oportunistas** las que aprovechan una infinidad de circunstancias que día tras día tienen lugar en la economía real o financiera.

#### *Macro*

Cuando se aplica esta estrategia, la intención consiste en aprovecharse de las variaciones habidas en economías y tendencias. Suelen ser habituales los movimientos sobre divisas, tipo de interés... El uso de derivados suele ser clave en este tipo de estrategia.

#### *Emerging Markets*

A razón del elevado riesgo que puede suponer invertir en este tipo de países (en desarrollo o emergentes), los inversores realizan esta estrategia basándose en tomar posiciones largas y cortas simultáneamente en activos de estos países. De esta forma, son capaces de reducir el riesgo que de carácter alto pueda darse en compañías de estos países.

#### *Short Sellers*

La gestión se especializa hacia posiciones cortas de determinados activos. Dirigidas a empresas sobrevaloradas.

### Managed Futures

Siguiendo generalmente un modelo cuantitativo para las respectivas decisiones, la inversión se efectúa en mercados de derivados.

### Long/Short Equity

La acción de esta estrategia se acentúa en la renta variable. Tomando posiciones largas y cortas, el gestor se defiende ante cambios habidos en la tendencia frente expectativas de los precios en las acciones.

### Long Region, Industry or Style

Se toman posiciones largas y cortas, además de la posibilidad de utilizar opciones, sobre uno o varios sectores concretos de la economía.

Una de las ventajas que habitualmente pasan a ser citadas en este tipo de gestión, es su posibilidad de lograr estrategias diversificadas en base a una consecución de bajas correlaciones. No obstante, si bien podemos protegernos ante el riesgo ya no sólo específico (diversificable), sino también del sistemático mediante opciones u otros instrumentos que el mercado ofrece, supone un coste (primas) que hace su respectivo efecto en la rentabilidad final. Tal realidad conlleva que en situaciones donde el mercado no llega a dar un giro inesperado respecto a las expectativas correspondientes, la rentabilidad pueda ser inferior a la que sería obtenida en caso de aplicar gestión tradicional.

### 3. DATOS

La información con la que se trabaje vendrá fundamentada por la evolución que de diversos títulos de renta variable ha sido manifiesta. Este contenido informativo tendrá su origen del mercado bursátil español; concretamente de los títulos que componen actualmente el IBEX 35.

La intencionalidad viene a ser que todos los fondos de inversión creados deban su composición a la información histórica que de cada uno de los valores puede ser interpretable (Hecho que dará lugar a que todos los fondos de inversión queden simplificados a la renta variable tradicional euro española).

De las 35 acciones que forman parte del selectivo, nosotros nosaremos uso de 34. El título con el que no trabajaremos toma el nombre de Abengoa B, a causa de no estar contenida dentro de la plataforma de datos que da origen a toda la información empleada.

Dicha base de datos pasa a denominarse Yahoo Finance; plataforma que mediante un código gratuito hace posible obtener la información en el programa estadístico R para a continuación copiarla hacia el Excel que será con el que finalmente se trabaje. Todo es permitido a través de una orden de R (getSymbols), la cual introduciendo el código correspondiente nos da alcance a la respectiva información. La incidencia antes mencionada vino dada puesto que R no reconocía el código con el que se referenciaba Abengoa B; he de ahí que no podamos trabajar con ella.

El distinto número de observaciones existentes inicialmente para cada una de las series, hizo necesario efectuar una homogeneización en las mismas. Puesto que el problema vino dado de la existencia de cotizaciones duplicadas en días donde no se producía inicio de sesión; la solución bastó con eliminar tales cotizaciones.

Las muestras resultantes para cada uno de los títulos que conforman parte de la información, daban como punto de partida el 02/01/2007; para resultar definitivas a 31/12/2014. El número de observaciones para cada título es de 2040; siendo la frecuencia de carácter diario.

Todas las observaciones de precios quedan ajustadas de splits y dividendos.

A continuación se adjunta una tabla donde se especifica para cada empresa información relativa a su ticker, código ISIN y sector al que pertenece; quedando además incorporado el valor nominal y valor teórico de cada una de las acciones. Casi toda la información ha sido obtenida básicamente de la página web “[www.bolsamadrid.com](http://www.bolsamadrid.com)”,

salvo el valor teórico de las acciones el cual está calculado en base al valor del patrimonio neto más reciente conocido en las empresas (Cuentas Anuales 2014).

**Tabla 3.1. EMPRESAS PERTENECIENTES AL IBEX 35**

Nº	EMPRESA	Ticker	ISIN	Sector	Nº Acciones	V.N	V.T
1	Abertis	ABE	ES0111845014	4.5	298,305,000	3.00	21.02
2	Acciona	ANA	ES0125220311	2.3	57,260,000	1.00	53.51
3	ACS	ACS	ES0167050915	2.3	314,665,000	0.50	7.88
4	Amadeus	AMS	ES0109067019	6.2	447,582,000	0.01	0.77
5	Arcelormittal	MTS	LU0323134006	2.1	1,560,915,000	-	46.98
6	B. Popular	POP	ES0113790226	5.1	2,112,168,000	0.50	5.75
7	B. Sabadell	SAB	ES0113860A34	5.1	5,110,410,000	0.125	2.03
8	B. Santander	SAN	ES0113900J37	5.1	14,060,586,000	0.50	3.65
9	Bankia	BKIA	ES0113307021	5.1	11,517,329,000	1.00	1.04
10	Bankinter	BKT	ES0113679I37	5.1	898,866,000	0.30	3.99
11	BBVA	BBVA	ES0113211835	5.1	6,305,238,000	0.49	8.18
12	BME	BME	ES0115056139	5.6	83,616,000	3.00	5.01
13	CaixaBank	CABK	ES0140609019	5.1	5,768,288,000	1.00	4.21
14	DIA	DIA	ES0126775032	4.2	651,071,000	0.10	0.58
15	Enagás	ENG	ES0130960018	1.2	238,734,000	1.50	8.55
16	Endesa	ELE	ES0130670112	1.2	1,058,752,000	1.20	7.21
17	FCC	FCC	ES0122060314	2.3	260,572,000	1.00	0.94
18	Ferrovial	FER	ES0118900010	2.3	732,389,000	0.20	7.98
19	Gamesa	GAM	ES0143416115	2.2	279,269,000	0.17	3.03
20	Gas Natural	GAS	ES0116870314	1.2	1,000,689,000	1.00	13.62
21	Grifols	GRF	ES0171996012	3.5	213,065,000	0.50	6.03
22	IAG	IAG	ES0177542018	4.4	2,040,079,000	0.50	1.71
23	Iberdrola	IBE	ES0144580Y14	1.2	6,388,483,000	0.75	5.34
24	Inditex	ITX	ES0148396007	3.2	3,116,652,000	0.03	3.35
25	Indra	IDR	ES0118594417	6.2	164,133,000	0.20	5.73
26	Jazztel	JAZ	GB00B5TMSP21	6.1	256,571,000	0.80	0.80
27	Mapfre	MAP	ES0124244E34	5.2	3,079,553,000	0.10	2.27
28	Mediaset	TL5	ES0152503035	4.3	406,861,000	0.50	2.93
29	OHL	OHL	ES0142090317	2.3	99,741,000	0.60	3.77
30	Red Eléctrica	REE	ES0173093115	1.2	135,270,000	2.00	18.70
31	Repsol	REP	ES0173516115	1.1	1,374,694,000	1.00	20.32
32	Sacyr	SCYR	ES0182870214	2.3	502,212,000	1.00	2.64
33	Técnicas Reunidas	TRE	ES0178165017	2.6	55,896,000	0.10	3.62
34	Telefónica	TEF	ES0178430E18	6.1	4,938,418,000	1.00	4.69

**Fuente:** Elaboración Propia.

Uno de los aspectos relevantes a mencionar, viene a ser el hecho de que no se incorpore el valor nominal de las acciones de ArcelorMittal. Tal realidad viene dada a razón de que la empresa mencionada no lo proporciona.

Cada una de las cifras que contiene la columna de sector aludidas a las diferentes empresas, hacen referencia a uno de los sectores y subsectores con los que Bolsa Madrid clasifica las empresas contenidas en el Ibex 35 y Mercado Continuo. Ver Anexo 1 para conocer sectores asociados a cada una de las empresas.

## 4. ANÁLISIS EMPÍRICO

La realidad demuestra como en numerosas ocasiones, acudir a sistemas de envergadura sofisticada puede no conllevar la obtención de resultados preferibles. Un ejemplo habitual es la Estadística; rama del conocimiento que como muchos saben, hace uso de diversas herramientas a fin único de cuantificar el posible valor añadido que podría dotar la complejidad incorporada (Siendo ello en numerosas ocasiones escaso o incluso nulo; Sirviendo por lo tanto en el rechazo del resultado o procedimiento).

Al ser el objetivo que nos acontece la propia Gestión de Carteras, asumiremos el propósito de analizar si estrategias “Naive” o poco sofisticadas pueden generar un valor añadido que otras muchas estrategias no traerían consigo a efectos del cliente. A la vista de ello, los tres estilos de gestión con los que trabajemos vendrán a ser Momentum, Contrarian y Monkey.

### 4.1. ESTRATEGIAS MOMENTUM Y CONTRARIAN

Entendiendo por Estrategia Momentum aquella que en base a una clasificación recomienda adquirir en cartera recientes ganadoras además de enajenar recientes perdedoras, su consideración como estrategia Naive (Al igual que la otra) viene a deberse por el hecho de que únicamente toman información histórica en la determinación de sus decisiones. La estrategia plantea la Hipótesis de que los títulos seleccionados asumirán una continuación de tendencia.

A fin de llevarla a cabo, se acudió al Programa Office “Excel” con el que procedimos a procesar la información histórica que se hacía necesaria en la determinación del Ranking de acciones mes a mes. El hecho de que la información histórica fuese obtenida de una base de datos que no conllevaba el pago de la misma, traía consigo que esta cometiera errores tales como; observaciones duplicadas en períodos no hábiles a efectos bursátiles, eliminación de información e incluso, operaciones de mercado a falta de ajustar con el fin de hacer el conjunto de la serie comparable (Como ejemplo puede ilustrarse el contra-split 5x1 que llevó a cabo Inditex en Julio del 2014). Esto supuso la obligación de homogeneizar toda la información necesaria, a fin de hacer toda ella comparable y cercana a la realidad misma.

Tras haber realizado el proceso de homogenización que dio lugar a que todas las series quedaran valoradas en mismos días y con la misma cantidad de observaciones, procedió a calcularse cada una de las rentabilidades que diariamente supusieron la evolución de los precios.

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad [4.1]$$

Para el cálculo de rentabilidades no se tienen en cuenta dividendos; razón que se debe a que la propia base de datos ya los ajusta previamente en las series de precios.

Fue generado un promedio de rentabilidades mes a mes, donde cada uno de ellos tomó como muestra el conjunto de valores de rentabilidad que en los tres años, un año y un mes previo dio lugar el activo (Ello fundamentado a que el horizonte de inversión sea previsible en un largo, medio o corto plazo respectivamente). A razón de que existen diversas acciones cuya vida financiera resulta ser más corta, no se procedió a la obtención del respectivo promedio de rentabilidades en caso de que este no pudiera ser equiparable en conjunto de observaciones respecto al resto de títulos o valores.

Tras haber efectuado el proceso mencionado, se acudió a la elaboración de una tabla donde quedaron mostrados cada uno de los promedios asociados para cada uno de los momentos en los que fueron calculados; además de estar relacionados para cada uno de los activos posibles a incluir en cartera. Esto nos permitió elaborar un Ranking mediante la función “Jerarquía” de Excel sobre el conjunto de activos de Renta Variable, logrando de esta forma conocer el orden de las acciones a efectos de rentabilidad (1 = Mayor rentabilidad obtenida).

Una vez definido el orden de acciones mes a mes, identificamos cuales fueron las 8 acciones que mejor pasaron a comportarse frente a las ocho que peor pasaron a hacerlo. Esto último nos permitía obtener en base al mismo proceso otra de las estrategias Naive que previamente fue denominada como Contrarian. La realidad de esta es el hecho de que presupone un cambio de tendencia en la evolución del activo; trayendo consigo que deban adquirirse reciente perdedoras y eliminar de cartera recientes ganadoras.

Siendo el proceso ciertamente paralelo en ambos tipos de estrategia (Momentum y Contrarian), el siguiente propósito fue formar el Fondo de Inversión en cuestión.

Cada uno de los ocho títulos que fueron seleccionados mes a mes en base a los criterios previamente definidos (Estrategia Momentum y Contrarian), pasaron a ser incorporados al mes siguiente en cartera asociándoles a cada uno de ellos la parte de su serie histórica que le correspondía. Esto nos permitió que sumando cada una de las rentabilidades diarias con su respectivo peso equiponderado en cartera, pudiéramos obtener la serie definitiva de rentabilidades brutas (diarias) para cada uno de los Fondos de Inversión (Largo, Medio y Corto plazo).

$$R_{p,t} = \frac{R_{1,t}}{8} + \frac{R_{2,t}}{8} + \frac{R_{3,t}}{8} + \frac{R_{4,t}}{8} + \frac{R_{5,t}}{8} + \frac{R_{6,t}}{8} + \frac{R_{7,t}}{8} + \frac{R_{8,t}}{8} \quad [4.2]$$

## 4.2. ESTRATEGIA MONKEY

El tercer estilo de gestión muestra una metodología algo distinta de las ya mencionadas (Estrategia Monkey). Su nombre surge de un estudio llevado a cabo por Malkiel durante los años 70 en la Universidad de Princeton. A fin de valorar si el conocimiento de los gestores profesionales dotaba a la cartera de resultados adecuados o ello únicamente venía dado por la mera suerte, se seleccionó un mono que de manera aleatoria escogía diversos títulos sin la existencia de conocimiento alguno. Los resultados demostraron que la cartera logró rendimientos superiores a los que pudieron obtener diversos gestores profesionales que formaban parte del estudio.

Al no disponer de ningún mono que de manera aleatoria escoja aquellos títulos que considere conveniente; ello he procedido a compensarlo con la función de Excel “Aleatorio.Entre”. Mediante esta, ha sido posible que Excel diera lugar a valores aleatorios comprendidos dentro de la muestra de títulos; de tal forma que al mes siguiente pasaban a ser incorporados en cartera y aplicada la misma metodología en cálculo de rentabilidades que previamente era definida. Con ello obteníamos las rentabilidades brutas específicas a estas últimas carteras formadas (Horizonte de previsión Largo, medio y corto plazo). En caso de que dicha aleatoriedad diese lugar a la selección de un activo que todavía no tenía información histórica asociada, volvía a generar nuevamente la misma hasta que ello supusiera la selección de uno para el mes que le correspondía.

## 4.3. DETERMINACIÓN DE LAS COMISIONES

Tras haber formado los nueve Fondos de Inversión (3 estrategias de Gestión para un horizonte previsible del largo, medio y corto plazo); hacía relevante determinar una estructura de comisiones. En base a un supuesto donde las comisiones existentes de cara al cliente son del 2% (Comisión de Gestión) y del 0.20% (Comisión de Depósito); ambas fundamentadas como una comisión intermedia de las que pasan a requerirse actualmente en mercado por los Fondos de RV España Euro ofrecidos por el principal Banco de nuestro País (Banco Santander), lleva a que transformando ambas (Coste Efectivo Anual) en su equivalente diario podamos lograr la comisión implícita a cada observación de las series. En último lugar y restando de las rentabilidades brutas cada una de las comisiones, se obtienen las series de rentabilidad netas para cada FI.

## 5. RESULTADOS

De acuerdo con la operativa realizada y como ya previamente mencionábamos en el apartado anterior, son nueve los Fondos de Inversión resultantes y creados tras finalizar el proceso. Estos son el resultado de combinar para cada una de las estrategias Naive mencionadas, tres horizontes previsibles que vendrán a ser de 3 años (Largo Plazo), 1 año (Medio Plazo) y 1 mes (Corto Plazo).

### 5.1. EVALUACIÓN DE RESULTADOS. FONDOS DE INVERSIÓN “NAIVE”.

A fin de conocer medidas de rentabilidad y riesgo inherentes a cada uno de los Fondos de Inversión confeccionamos, se presentan las siguientes tablas referidas a cada uno de los horizontes previsibles de inversión.

**Tabla 5.1. MEDIDAS RENTABILIDAD-RIESGO FI (Horizonte Previsible de Largo Plazo)**

	IBEX 35	FI Momentum L/P	FI Contrarian L/P	FI Monkey L/P
Rentabilidad	0.0007567%	0.0598495%	0.0082394%	0.0440169%
Desviación Típica	1.5822386%	1.3485711%	1.8901161%	1.7016184%
Riesgo Total	0.0250348%	0.0181864%	0.0357254%	0.0289551%
Riesgo Sistemático		0.0146117%	0.02838707%	0.0207268%
Riesgo Específico		0.0035747%	0.00733832%	0.0082282%
Beta	0.7640	1.0648	0.9099	

**Fuente:** Elaboración Propia

En un entorno de Largo Plazo, comprobamos que la rentabilidad obtenida por cada uno de ellos es superior a la que pasa a obtenerse a efectos del IBEX 35. Si lo mencionado se compara con los valores de riesgo total (Cuantificando de la misma forma desviaciones positivas y negativas de la rentabilidad respecto a su valor esperado), tenemos que el Fondo de Inversión con mayor rentabilidad (FI Momentum L/P) es el que menor riesgo asume de todos; Quedando ello reflejado en el menor riesgo sistemático y específico frente al resto. Esto conlleva que el FI Momentum L/P sea ventajoso en sentido Markowitz.

Frente a lo mencionado nos encontramos con el FI Contrarian L/P. Es el que menor rentabilidad obtiene de los tres (0.0082394%), además de ser el que mayor riesgo asume (Sistemático y Total. 0.02839% y 0.03573% respectivamente). A efectos de riesgo específico lo hace peor FI Monkey L/P (0.00823%).

El FI Momentum L/P es el más defensivo de todos respecto al mercado ( $\beta = 0.7640$ ); a diferencia del FI Contrarian L/P que es el que más agresivamente actúa ( $\beta = 1.0648$ ).

Siguiendo para el horizonte previsible del Medio Plazo, estos son los resultados inherentes a tales Fondos;

**Tabla 5.2. MEDIDAS RENTABILIDAD-RIESGO FI (Horizonte Previsible de Medio Plazo)**

	IBEX 35	FI Momentum M/P	FI Contrarian M/P	FI Monkey M/P
Rentabilidad	-0.0066347%	0.0387610%	0.0128642%	0.0139555%
Desviación Típica	1.7454456%	1.5949547%	2.4555851%	1.6857081%
Riesgo Total	0.0304658%	0.0254388%	0.0602990%	0.0284161%
Riesgo Sistemático		0.0186742%	0.0314639%	0.0227037%
Riesgo Específico		0.0067646%	0.0288351%	0.0057124%
Beta		0.7829	1.0162	0.8633

**Fuente:** Elaboración Propia

En esta nueva situación y como ya bien muestra la Tabla 5.2 previa, los tres Fondos de Inversión vuelven a batir al Ibex 35 en concepto de rentabilidad. Es el FI Momentum M/P el que mayor rentabilidad obtiene de todos, a diferencia del FI Contrarian M/P que es el que menos obtiene.

Si lo mencionado se compara con las medidas de riesgo, el resultado viene a ser una menor cuantificación del riesgo total en el FI Momentum M/P, traducido ello también en el menor riesgo sistemático asumido en todos ellos. Todo lo contrario ocurre con el FI Contrarian M/P, que habiendo sido el que menor rentabilidad otorgaba es el que mayor riesgo sistemático, específico y por lo tanto total asume frente al resto. A efectos de riesgo específico, el FI Momentum M/P asume una mayor cuantificación del mismo frente al FI Monkey M/P.

Mediante la beta vemos que el FI Momentum M/P es el que más defensivamente se comporta de todos ( $\beta = 0.7829$ ), a diferencia del FI Contrarian M/P que es el que más agresivamente lo hace ( $\beta = 1.016$ ).

En último lugar, lo vemos para el entorno previsible de corto plazo. Estos son los resultados;

**Tabla 5.3. MEDIDAS RENTABILIDAD-RIESGO FI (Horizonte Previsible de Corto Plazo)**

	IBEX 35	FI Momentum C/P	FI Contrarian C/P	FI Monkey C/P
Rentabilidad	-0.0031495%	0.0431325%	-0.0067570%	0.0053602%
Desviación Típica	1.6802617%	1.6332391%	1.9943823%	1.7150866%
Riesgo Total	0.0282328%	0.0266747%	0.0397756%	0.0294152%
Riesgo Sistemático		0.0198749%	0.0283514%	0.0242523%
Riesgo Específico		0.0067998%	0.0114243%	0.0051629%
Beta		0.8390	1.0021	0.9268

**Fuente:** Elaboración Propia

Mientras el FI Momentum C/P y FI Monkey C/P batén al Ibex 35 a efectos de rentabilidad, no ocurre lo mismo con el FI Contrarian C/P.

El FI Momentum C/P es el que menor riesgo total asume de todos (0.026675%); traducido ello también en el menor riesgo sistemático de todos. El FI Contrarian C/P en cambio es el que mayor riesgo total incorpora, siendo el riesgo sistemático y específico superior frente al resto.

Vuelve a producirse el hecho de que el FI Momentum actúe más defensivamente que el resto. Por otro lado, el FI Contrarian es el que más agresivamente lo hace (Algo que ya ocurría previamente).

## 5.2. EVALUACIÓN DE LOS EFECTOS MARKET TIMING Y STOCK PICKING EN FI “NAIVE”

Con la finalidad de conocer si los efectos de sincronización (Market Timing) y de selección (Stock Picking) han sido los más adecuados; he ahí los siguientes resultados mediante el modelo clásico de Treynor y Mazuy (1966).

**Tabla 5.4. MODELO CLÁSICO TREYNOR y MAZUY GESTIÓN L/P**

**FI Momentum L/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>-0.6704</b>	<b>0.7693</b>	<b>0.0008</b>
0.2324	0.0107	0.0002
0.8047	0.0060	#N/A
2629.0036	1276.0000	#N/A
0.1872	0.0454	#N/A

**FI Contrarian L/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>-2.0314</b>	<b>1.0811</b>	<b>0.0006</b>
0.3291	0.0152	0.0003
0.8005	0.0085	#N/A
2560.7354	1276.0000	#N/A
0.3658	0.0911	#N/A

**FI Monkey L/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>-0.9591</b>	<b>0.9176</b>	<b>0.0007</b>
0.3526	0.0163	0.0003
0.7175	0.0091	#N/A
1620.1341	1276.0000	#N/A
0.2657	0.1046	#N/A

**Fuente:** Elaboración Propia

*Regresión de Treynor y Mazuy*

$$r_{pt} = \alpha_p + \beta_p r_{mt} + \gamma r_{mt}^2 + \varepsilon_{pt} \quad [5.1]$$

Siendo el parámetro alpha quien evalúa la habilidad conseguida en la selección de títulos, generando así mayor o menor valor añadido; vemos que esta es mayormente obtenida con el FI Momentum L/P (0.0008). El FI Monkey L/P la sigue con un 0.0007; siendo por lo tanto el FI Contrarian L/P quien queda en tercer lugar a estos efectos (0.0006).

Mediante el parámetro gamma se propone analizar cómo ha sido el efecto sincronización respecto al mercado (Ibex 35). Como vemos, en todos ellos resulta ser negativo; Algo lógico si consideramos que al ser estrategias Naive, únicamente se ha utilizado la información histórica de los activos para proceder a la selección y por lo tanto formación de la cartera. Mientras el mencionado efecto es mejor para el FI Momentum L/P (-0.6704), todo lo contrario ocurre con el FI Contrarian L/P (-2.0314).

**Tabla 5.5. MODELO CLÁSICO TREYNOR Y MAZUY GESTIÓN M/P**

**FI Momentum M/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>-0.9457</b>	<b>0.7890</b>	<b>0.0007</b>
0.2310	0.0112	0.0002
0.7366	0.0082	#N/A
2493.9223	1784.0000	#N/A
0.3348	0.1198	#N/A

**FI Contrarian M/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>-0.9845</b>	<b>1.0225</b>	<b>0.0005</b>
0.4786	0.0232	0.0004
0.5229	0.0170	#N/A
977.7451	1784.0000	#N/A
0.5635	0.5141	#N/A

**FI Monkey M/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>-0.8500</b>	<b>0.8687</b>	<b>0.0005</b>
0.2123	0.0103	0.0002
0.8008	0.0075	#N/A
3585.0914	1784.0000	#N/A
0.4066	0.1012	#N/A

**Fuente:** Elaboración Propia

En un entorno previsible de M/P y como ya puede verse en la tabla 5.5, la mejor habilidad a efectos de selección de activos viene a obtenerse en el FI Momentum M/P (0.0007). Ello supone que el valor añadido generado a estos efectos es mayor en este FI frente al resto. El FI Contrarian M/P y el FI Monkey M/P logran una menor habilidad pero lo hacen ambos por igual (0.0005).

La habilidad a efectos de sincronización (gamma) sigue siendo negativa en todos ellos; siendo ello aceptable en una metodología donde la creación de Fondos de Inversión únicamente ha venido dada a razón de las series históricas de los activos o la misma aleatoriedad.

En último lugar lo analizamos para el entorno previsible de Corto Plazo. Los resultados son los que en la Tabla 5.6 se muestran.

**Tabla 5.6. MODELO CLÁSICO TREYNOR Y MAZUY GESTIÓN C/P**

**FI Momentum C/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>-0.9930</b>	<b>0.8449</b>	<b>0.0007</b>
0.2299	0.0110	0.0002
0.7474	0.0082	#N/A
2981.3884	2015.0000	#N/A
0.4023	0.1360	#N/A

**FI Contrarian C/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>-1.3059</b>	<b>1.0098</b>	<b>0.0003</b>
0.2980	0.0142	0.0003
0.7155	0.0106	#N/A
2533.7276	2015.0000	#N/A
0.5743	0.2284	#N/A

**FI Monkey C/P**

<b>gamma</b>	<b>beta</b>	<b>alpha</b>
<b>0.0558</b>	<b>0.9265</b>	<b>0.0001</b>
0.2013	0.0096	0.0002
0.8245	0.0072	#N/A
4732.8469	2015.0000	#N/A
0.4894	0.1042	#N/A

**Fuente:** Elaboración Propia

Los resultados demuestran que nuevamente (En este caso para el C/P), es el FI Momentum quien mayor valor añadido genera a efectos de selección de activos ( $\alpha = 0.0007$ ). Le siguen el FI Contrarian C/P con un 0.0003, y el FI Monkey C/P con un 0.0001.

A fin de comprobar como generamos valor añadido mediante la sincronización con el mercado ( $\gamma$ ), vemos que el FI Contrarian C/P es el que peor lo hace (-1.3059); seguido del FI Momentum C/P (-0.9930). En este horizonte previsible, algo distinto ocurre con el FI Monkey C/P; Su valor añadido es positivo a diferencia del resto (0.0558). No obstante, dicho valor resulta reducido.

Aunque previamente ya aludíamos el efecto de sincronización negativo a la propia operativa de la estrategia en sí misma, lo cierto es que existen estudios como el de Matallín, Moreno y Rodriguez (2013), el cual pone seriamente en duda cuál es el significado en sí mismo que puede proporcionar una  $\gamma$  negativa. Siendo una de las posibles que tal realidad se deba a una mala sincronización de los activos con el mercado, hemos procedido a asociarlo de esta forma con la labor de la gestión. No obstante, ha de ser conocedor el lector de la existencia de diversos condicionantes los cuales podrían poner en duda que ello sea comparable.

## 6. CONCLUSIONES

A fin de sintetizar todo lo que previamente ha quedado contextualizado y analizado, procedemos a presentar esquemáticamente cada una de las evidencias obtenidas en el apartado de resultados.

- ❖ Todos los Fondos de Inversión salvo el FI Contrarian C/P, logran batir al IBEX 35 en cuestión de Rentabilidad.
- ❖ Independientemente del Horizonte previsible, el FI Momentum logra ser mejor que el IBEX 35 tanto en rentabilidad como riesgo. El FI Monkey lo hace para el Medio Plazo. En ambos términos, el FI Contrarian no logra tales conclusiones.
- ❖ A efectos de riesgo Sistemático, el FI Momentum es el que menos valor incorpora de todos para cualquier horizonte.
- ❖ Los FI Contrarian son los que otorgan menor rentabilidad, además de un mayor riesgo total y sistemático asociado.
- ❖ El FI Momentum siempre es el más defensivo a efectos de la beta, seguido por el FI Monkey. Todos los FI Contrarian, muestran una actitud agresiva frente al IBEX 35 ( $\beta > 1$ ).
- ❖ La aleatoriedad de los FI Monkey muestra resultados favorables. Mejores en general que los FI Contrarian.
- ❖ Todos los Fondos de Inversión salvo el FI Monkey C/P, incorporan un valor añadido negativo a efectos de sincronización con el mercado (IBEX 35).
- ❖ Los FI Momentum son los que mayor valor añadido generan a efectos de selección de activos.

La realidad obtenida, nos lleva a tres cuestiones relevantes;

- ❖ La estrategia “Naive” Momentum comporta mejores resultados de rentabilidad que Contrarian y Monkey.
- ❖ La estrategia “Naive” Momentum es favorable en sentido de Markowitz frente al IBEX 35.
- ❖ Los resultados demuestran que deba llevarse a cabo la estrategia Momentum; y más concretamente el que tiene un horizonte previsible de 3 años (Largo Plazo).

Habiendo sido batido el IBEX 35 en concepto de rentabilidad por prácticamente todos los fondos, además de que sea el FI Momentum quien lo haga en sentido de Markowitz; conlleva plantearnos serias dudas acerca de la eficiencia del IBEX 35 en sí misma.

## 7. BIBLIOGRAFÍA CITADA

### Libros y Manuales Citados

- BANCO CAMINOS (2014): *Invertir en Fondos de Inversión*. Afi, Madrid.
- BURGOS PRIETO, E. (2003): *Los Fondos Índice como Instrumento de Inversión*. (Trabajo de Investigación del Programa de Doctorado Interuniversitario en Finanzas Cuantitativas, Universidad Complutense de Madrid, Universidad del País Vasco, Universidad de Valencia).
- CAMBÓN MURCIA, M.I. (2004): *Instituciones de Inversión Alternativa*. Monografía nº 6, CNMV.
- CNMV (2006): *Los Fondos de Inversión y la Inversión Colectiva*. 3ª Edición, Madrid (Guía Informativa).
- FORNER RODRIGUEZ, C. (2004): *Estudio de las Estrategias Contrarian y de Momentum en el Mercado Bursátil Español: Eficiencia del mercado vs Teorías Conductistas*. (Tesis Doctoral, Universidad de Alicante).
- FUNDACIÓN INVERCO (2010): *El Impacto de la Crisis Económica y Financiera en la Inversión Colectiva y en el Ahorro-previsión*. Bloque 2, Capítulos 5-16, Madrid.
- MATALLÍN, J.C., MORENO, D. y RODRÍGUEZ, R. (2013): *Por qué la Habilidad de Sincronización parece ser Negativa*. (Universidad Jaume I y Universidad Carlos III).
- SHARPE, W.F. (1961): *A Simplified Model for Portfolio Analysis*. Management Sciences (9), 2, 277-293.
- SOLDEVILLA, E. (1999): *Los Fondos de Inversión. Gestión y Valoración*. Ediciones Pirámide, Madrid.
- TREYNOR, J.L. y MAZUY, K. (1966): *Can Mutual Funds Outguess the Market?*. Harvard Business Review, 44.
- VICENTE GIMENO, L.A. (2003): *Ánalisis financiero de la Gestión y Eficiencia en las Carteras de Renta Variable*. (Tesis Doctoral, Universidad de Zaragoza).

## Páginas Web Citadas

Bolsa de Madrid (2015):

<http://www.bolsamadrid.es/esp/aspx/Mercados/Precios.aspx?indice=ESI100000000>

CALIFICACIONES CREDITICIAS (2015): *Definiciones y Preguntas Frecuentes acerca de Calificaciones Crediticias*,

<http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/es/la>

CIRCULAR 1/2009 (4 de Febrero): *Categorías de Instituciones de Inversión Colectiva en Función de su Vocación Inversora*. CNMV,

<http://www.boe.es/boe/dias/2009/02/18/pdfs/BOE-A-2009-2742.pdf>

EDUFINET (2015): *¿Qué tratamiento Fiscal tienen los Rendimientos Obtenidos a través de Inversiones Gestionadas vía un Fondo de Inversión?*,  
[http://www.edufinet.com/index.php?option=com\\_content&task=view&id=1226&Itemid=286](http://www.edufinet.com/index.php?option=com_content&task=view&id=1226&Itemid=286)

FORBES (2015): *Any Monkey Can beat the Market*,  
<http://www.forbes.com/sites/rickferri/2012/12/20/any-monkey-can-beat-the-market/>

FUNDACIÓN INVERCO (2015): <http://www.inverco.es/welcome.do>

MORNINGSTAR (2014): *La Biotecnología y los Fondos*,  
<http://www.morningstar.es/es/news/23805/la-biotecnolog%C3%ADa-y-los-fondos.aspx>

RANKIA (2003-2015): *Estrategias de Inversión. Gestión Activa vs Gestión Pasiva*. Comunidad Financiera, [http://www.rankia.com/foros/fondos-inversion/temas/2230746-inversion-razones-por-que-soy-inversor-pasivo-demas-debieran-igualmente-serlo?page=4#respuesta\\_2259761](http://www.rankia.com/foros/fondos-inversion/temas/2230746-inversion-razones-por-que-soy-inversor-pasivo-demas-debieran-igualmente-serlo?page=4#respuesta_2259761)

REAL DECRETO 1309/2005 (4 de Noviembre): *Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva*, [http://www.boe.es/diario\\_boe/txt.php?id=BOE-A-2005-18356](http://www.boe.es/diario_boe/txt.php?id=BOE-A-2005-18356)

SANTANDER ASSET MANAGEMENT ESPAÑA (2015): *Buscador de Productos*,  
[http://www.santanderassetmanagement.es/es\\_ES/sam-esp/Fondos-de-Inversion-y-Planes-de-Pensiones/Buscador-de-productos](http://www.santanderassetmanagement.es/es_ES/sam-esp/Fondos-de-Inversion-y-Planes-de-Pensiones/Buscador-de-productos)

YAHOO LOOKUP FINANCE (2015): *Cotizaciones Históricas del IBEX 35*,  
<http://finance.yahoo.com/>

## 8. ANEXOS

**Tabla Anexo I. Sectores y Subsectores clasificados por Bolsa de Madrid**

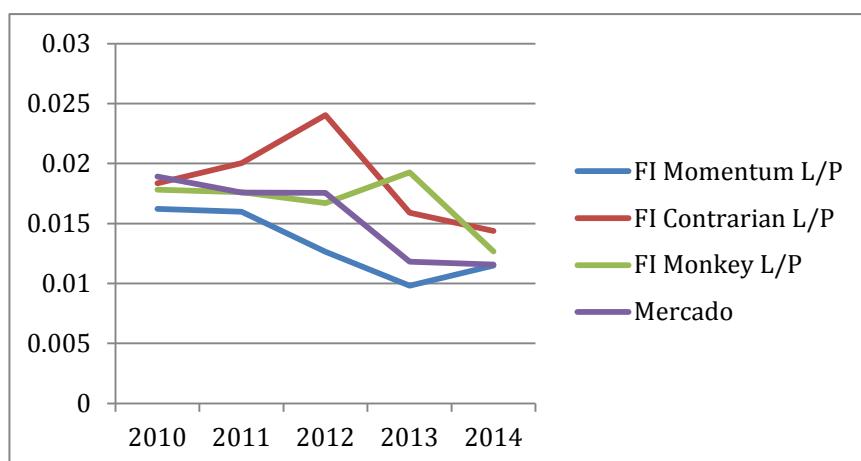
Sectores y Subsectores	
Sector	Subsector
1. Petróleo y Energía	1.1. Petróleo
	1.2. Electricidad y Gas
	1.4. Energías Renovables
2. Materiales Básicos, Industria y Construcción	2.1. Mineral, Metales y Transformación
	2.2. Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo
	2.3. Construcción
	2.4. Materiales de Construcción
	2.5. Industria Química
	2.6. Ingeniería y otros
	2.7. Aeroespacial
3. Bienes de Consumo	3.1. Alimentación y Bebidas
	3.2. Textil, Vestido y Calzado
	3.3. Papel y Artes Gráficas
	3.5. Productos Farmacéuticos y Biotecnología
	3.6. Otros bienes de Consumo
4. Servicios de Consumo	4.1. Ocio, Turismo y Hostelería
	4.2. Comercio
	4.3. Medios de Comunicación y Publicidad
	4.4. Transporte y Distribución
	4.5. Autopistas y Aparcamientos
	4.6. Otros Servicios
5. Servicios Financieros e Inmobiliarios	5.1. Bancos y Cajas de Ahorros
	5.2. Seguros
	5.3. Cartera y Holding
	5.5. Inmobiliarias y otros
	5.6. Servicios de Inversión
	5.10. SOCIMI
6. Tecnología y Telecomunicaciones	6.1. Telecomunicaciones y Otros
	6.2. Electrónica y Software

**Fuente:** Elaboración Propia mediante información de [www.bolsamadrid.es](http://www.bolsamadrid.es)

## Anexo II. Evaluación de Resultados Largo Plazo

### Evolución año tras año del Riesgo Total en Cartera

Gráfico Anexo 2.1. Evolución Riesgo Total Largo Plazo

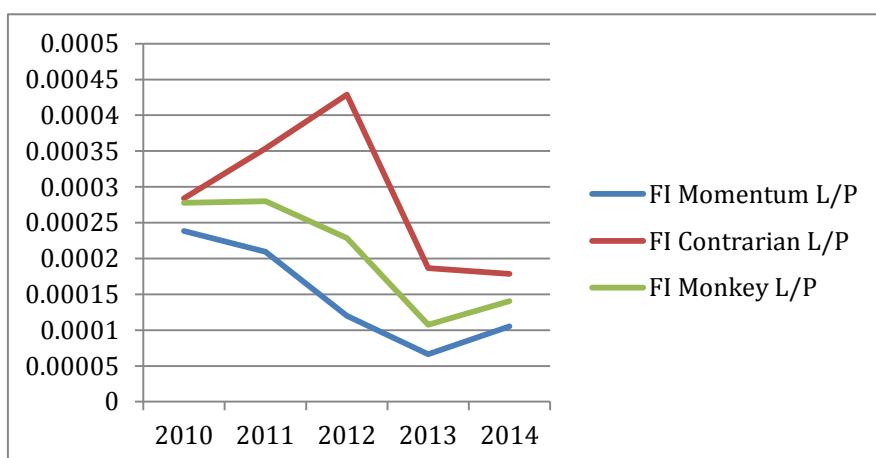


Fuente: Elaboración Propia

A efectos de lo que se muestra el Gráfico Anexo 2.1. previo, el FI Momentum mantiene un valor de riesgo total inferior frente al resto de estrategias y el mercado para todo momento. Todo lo contrario ocurre con la estrategia Contrarian, la cual permanece con un riesgo mayor que el mercado. El FI Monkey da lugar a un riesgo total muy cercano al que el IBEX 35 (mercado) experimenta; siendo una vez transcurrido el 2012 superior a este. En todos los casos, existe un descenso de la magnitud de riesgo total para el 2014 respecto al 2012.

### Evolución año tras año del Riesgo Sistemático en Cartera

Gráfico Anexo 2.2. Evolución Riesgo Sistemático Largo Plazo

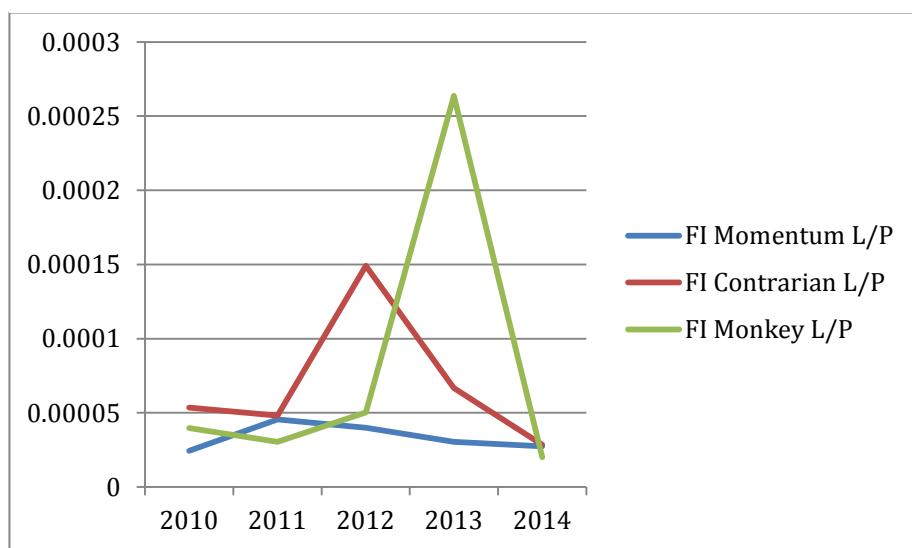


Fuente: Elaboración Propia

Conocer la evolución del riesgo sistemático año tras año es fundamental; ya que ello nos permitirá evaluar como de relacionada ha venido dada la gestión de cada una de las carteras junto al mercado. Puede observarse que el FI Momentum es el que menor riesgo sistemático asume en todo momento. Frente a ello, nos encontramos con el FI Contrarian; estrategia que año tras año dota de riesgo sistemático adicional frente al resto. La realidad mencionada, conlleva que valoremos positivamente el FI Momentum ante posibles tendencias del mercado no favorables.

### **Evolución año tras año del Riesgo Específico en Cartera**

**Gráfico Anexo 2.3. Evolución Riesgo Específico Largo Plazo**



**Fuente:** Elaboración Propia

Mediante el Riesgo Específico, es posible cuantificar cuál de las carteras ha actuado más adecuadamente en base a la estrategia incorporada. A mayor importe del mismo, conlleva que el Fondo de Inversión esté peor gestionado.

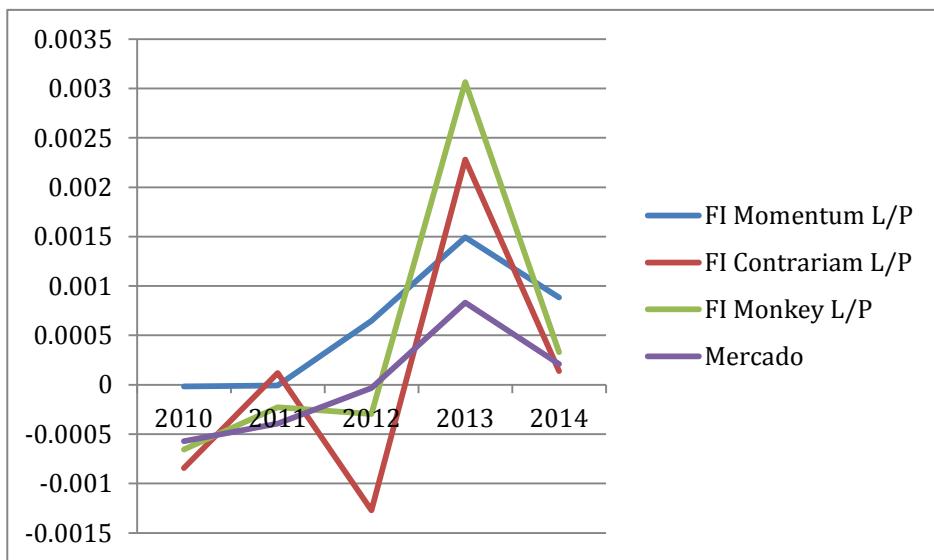
Vemos que el FI Momentum es el que apenas dota una variación significativa al riesgo mencionado durante todo el periodo de análisis; siendo prácticamente su valor inferior frente al resto.

El FI Contrarian, dota de un repunte al mismo en el año 2012; para seguidamente descender constantemente. Hasta el momento de repunte, el FI Contrarian es el que peor está gestionado a efectos del riesgo específico.

Aludiendo ahora al FI Monkey, este toma un repunte altamente considerable frente al resto para el año 2013; he de ahí que para dicho año sea el peor gestionado.

## Evolución año tras año de la Rentabilidad en Cartera

Gráfico Anexo 2.4. Evolución Rentabilidad Largo Plazo



Fuente: Elaboración Propia

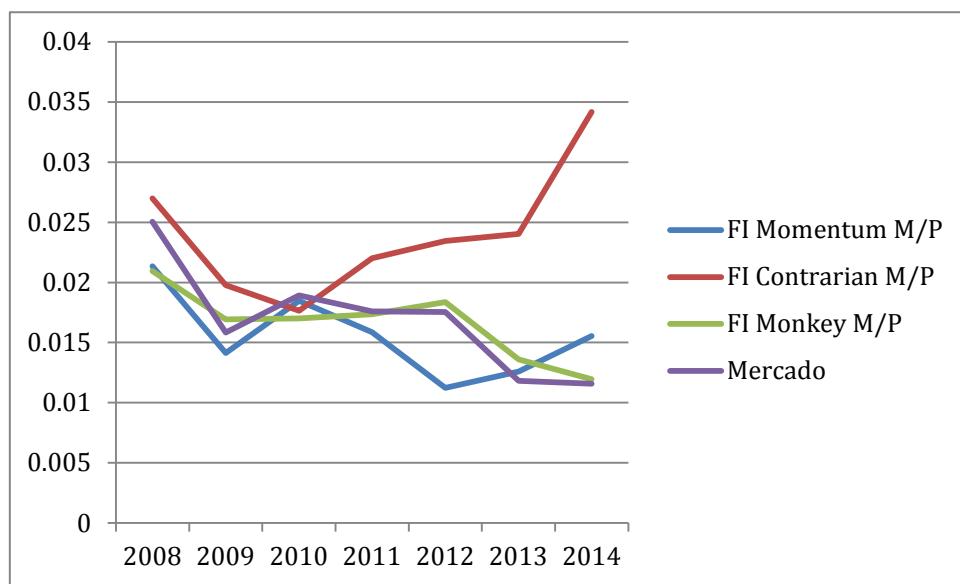
Vemos que siguiendo un comportamiento prácticamente paralelo al IBEX 35, el FI Momentum obtiene en todo momento rentabilidades superiores. El FI Monkey y contrarián, muestran un claro repunte de la rentabilidad en alusión al mercado si esta la comparamos en 2013. La rentabilidad del FI Contrarian llega a ser bastante inferior que el resto si para comprobarlo aludimos al año 2012.

**Conveniente anunciar que cada uno de los gráficos, procede a unir los respectivos valores de cara a los momentos mencionados (Año tras año). En ningún momento representan la evolución continua de tales magnitudes. Todas están calculadas para periodo anual.**

### Anexo III. Evaluación de Resultados Medio Plazo

#### Evolución año tras año del Riesgo Total en Cartera

Gráfico Anexo 3.1. Evolución Riesgo Total Medio Plazo

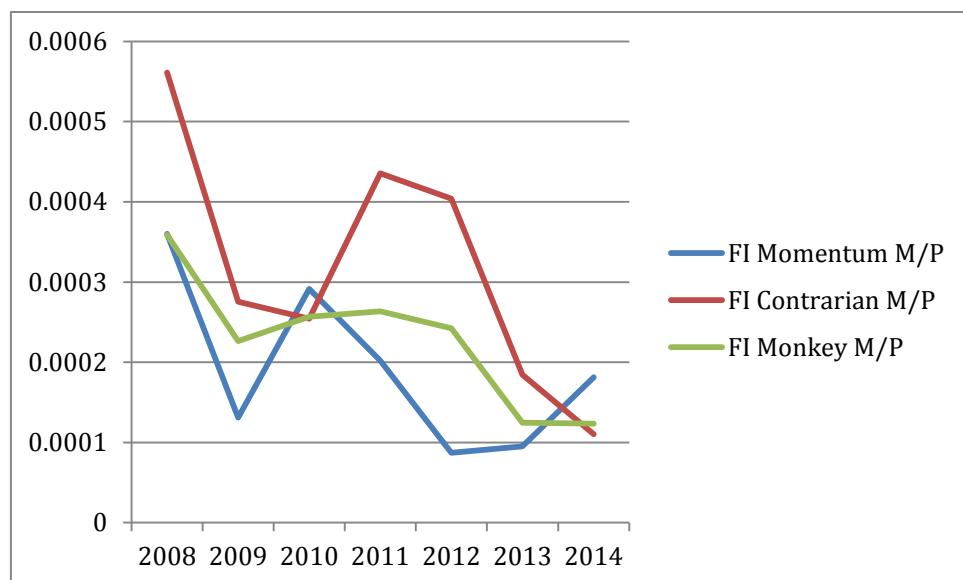


Fuente: Elaboración Propia

El repunte que experimenta el riesgo total del FI Contrarian para el 2014 es además de evidente, relevante gráficamente. El resto de Fondos y el Mercado no contrastan grandes diferencias año tras año.

#### Evolución año tras año del Riesgo Sistemático en Cartera

Gráfico Anexo 3.2. Evolución Riesgo Sistemático Medio Plazo



Fuente: Elaboración Propia

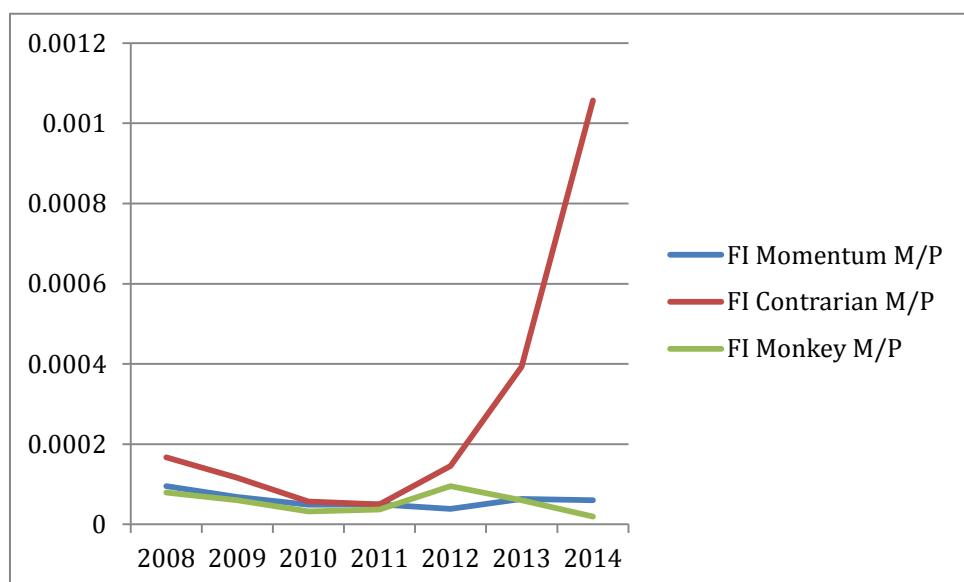
Contrastando primer y último año de análisis, puede observarse como el riesgo sistemático pasa a verse reducido (En todos los Fondos de Inversión).

En general, el FI contrarian es el que mayor riesgo sistemático asume año tras año, a diferencia del FI Momentum que es el que menos. Si contrastamos únicamente el último año, lo mencionado en dicho párrafo supone ser al contrario.

Movimientos desfavorables del mercado, afectarán más profundamente al FI Contrarian.

### **Evolución año tras año del Riesgo Específico en Cartera**

**Gráfico Anexo 3.3. Evolución Riesgo Específico Medio Plazo**

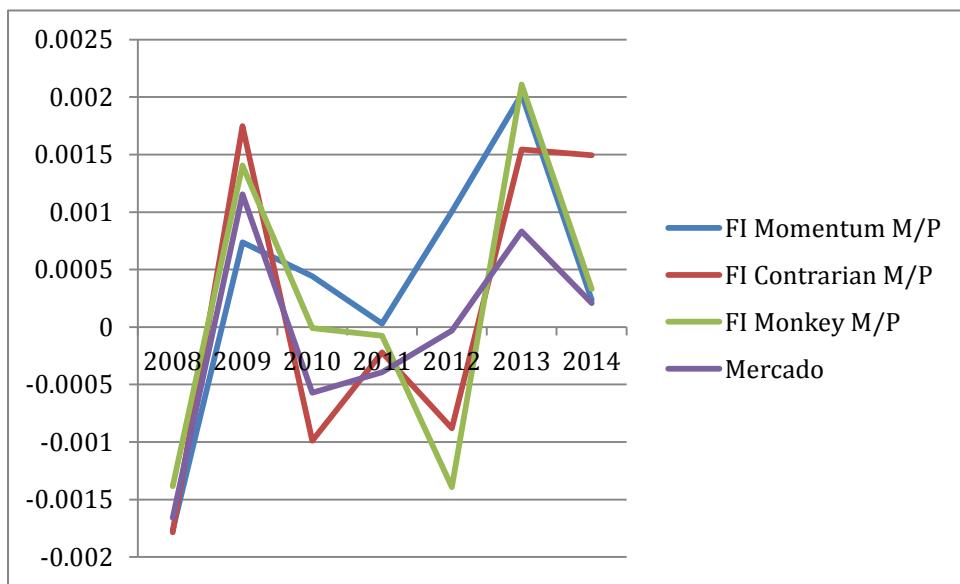


**Fuente:** Elaboración Propia

Si bien los FI Momentum y Monkey muestran además de un riesgo específico prácticamente similar, una cierta estabilidad del mismo; no ocurre lo mismo con el que se cuantifica al FI Contrarian. Conforme nos acercamos al último año del análisis partiendo del 2011, la diferenciación de este frente al resto es mucho más significativa. Esto alude a una malísima gestión en caso de que se aceptara la hipótesis de cambio de tendencia para llevar a cabo nuestra estrategia (FI Contrarian).

## Evolución año tras año de la Rentabilidad en Cartera

Gráfico Anexo 3.4. Evolución Rentabilidad Medio Plazo



Fuente: Elaboración Propia

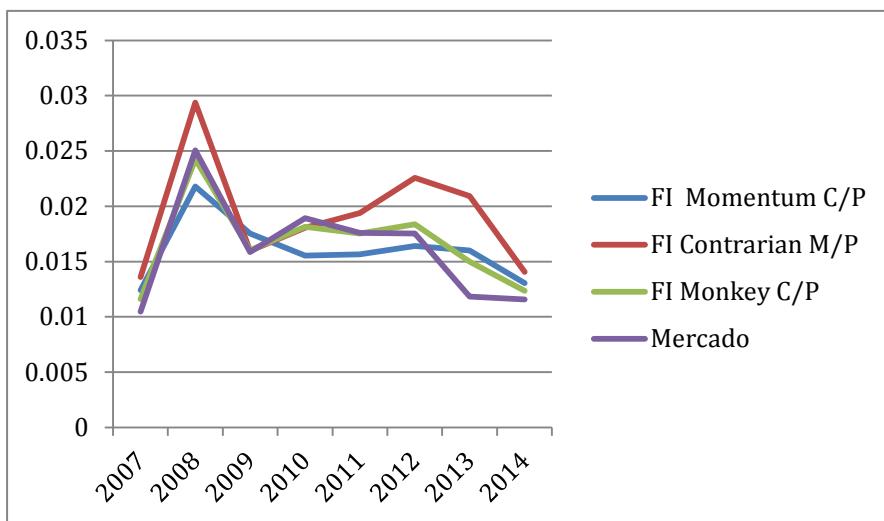
En general, no pueden destacarse rasgos relevantes. Es cierto que las rentabilidades experimentan un crecimiento importante en los años 2009 y 2013.

**Conveniente anunciar que cada uno de los gráficos, procede a unir los respectivos valores de cara a los momentos mencionados (Año tras año). En ningún momento representan la evolución continua de tales magnitudes. Todas están calculadas para periodo anual.**

#### Anexo IV. Evaluación de Resultados Corto Plazo

##### Evolución año tras año del Riesgo Total en Cartera

Gráfico Anexo 4.1. Evolución Riesgo Total Corto Plazo

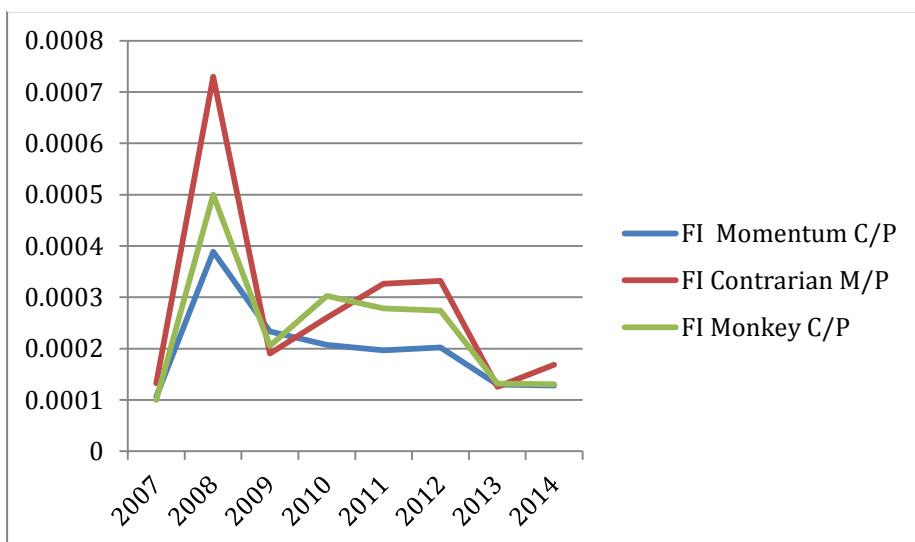


Fuente: Elaboración Propia

Salvo un repunte que experimentan todas las carteras y mercado en el 2008 a efectos de riesgo total, llegado el 2014 prácticamente se acercan a la situación inicial. En general, el riesgo total del FI Contrarian es superior al resto. Ello conlleva valorarlo negativamente.

##### Evolución año tras año del Riesgo Sistemático en Cartera

Gráfico Anexo 4.1. Evolución Riesgo Sistemático Corto Plazo

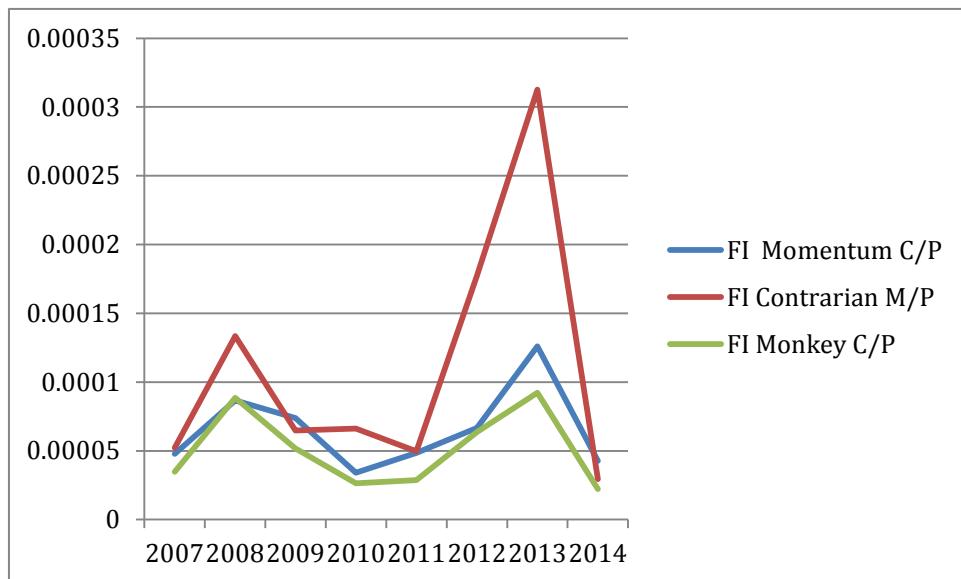


Fuente: Elaboración Propia

La evolución del riesgo sistemático es íntimamente cercana la que experimentan cada uno de los Fondos de Inversión. En general, vemos año tras año un mayor riesgo sistemático para el FI Contrarian. Prácticamente, rozan el mismo nivel a efectos gráficos en el comienzo y final del horizonte de análisis.

### **Evolución año tras año del Riesgo Específico en Cartera**

**Gráfico Anexo 4.2. Evolución Riesgo Específico Corto Plazo**

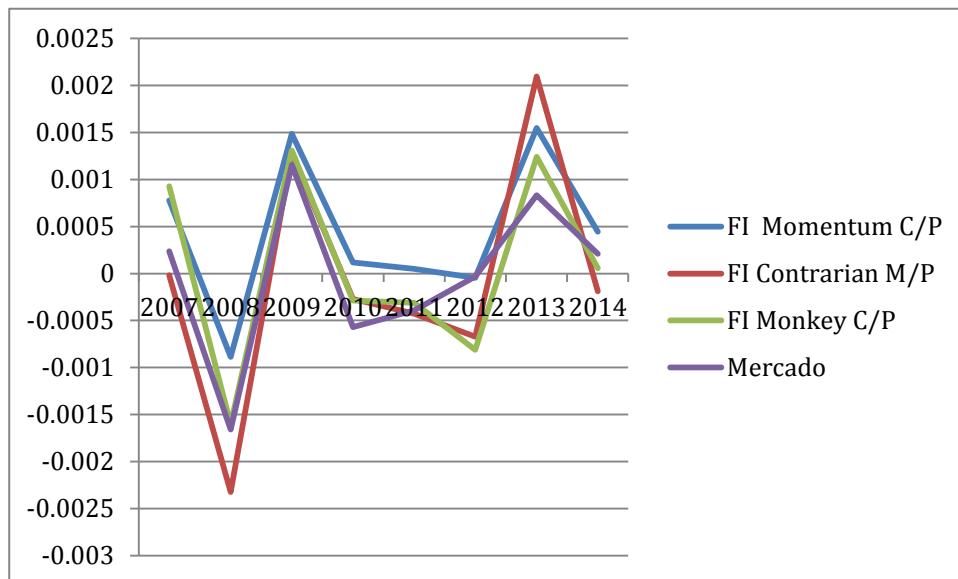


**Fuente:** Elaboración Propia

En general, el riesgo específico asociado al FI Contrarian es mayor que el resto independientemente del año al que referenciamos. Por otro lado, el repunte que obtiene dicho fondo a efectos del citado riesgo para el año 2013, hace vulnerar fuertemente la gestión de este fondo frente al resto.

## Evolución año tras año de la Rentabilidad en Cartera

**Gráfico Anexo 4.3. Evolución Rentabilidad Corto Plazo**



**Fuente:** Elaboración Propia

El movimiento que experimenta cada una de las carteras, es más similar a efectos de rentabilidad que en horizontes de previsión anteriores.

Salvo el repunte que toma la rentabilidad del FI contrarían en el año 2013 (Haciéndola superior frente al resto y el IBEX 35), el resto del periodo analizado prácticamente está por debajo.

El FI Momentum mantiene una rentabilidad superior al mercado y el resto de fondos en prácticamente la totalidad del periodo analizado (2007-2014).

**Conveniente anunciar que cada uno de los gráficos, procede a unir los respectivos valores de cara a los momentos mencionados (Año tras año). En ningún momento representan la evolución continua de tales magnitudes. Todas están calculadas para periodo anual.**

## Anexo V. Folleto Fondo Momentum, Fondo Contrarian y Fondo Monkey

Cualquiera que sea la política del fondo de inversión en cuestión, su valor patrimonial queda sujeto a las respectivas fluctuaciones que los mercados experimenten. Esto conlleva que puedan obtenerse tanto beneficios como pérdidas.

El documento con los datos fundamentales para el inversor, o en su caso, el folleto simplificado ha de ser entregado previa celebración del contrato. El folleto contiene el Reglamento de Gestión. Todos estos documentos además de los últimos informes mensual y anual, pueden solicitarse gratuitamente y ser consultados por medios telemáticos en la Sociedad Gestora (Así como en los Registros que la CNMV dispone a tales efectos). Para aclaraciones adicionales diríjase a dichas entidades.

### Datos Generales del Fondo

---

**Fecha de Constitución del Fondo:** 31/12/2014

**Gestora:** GESZA GESTIÓN, S.A., S.G.I.I.C

**Grupo:** GESZA

**Depositario:** DEPOSITAN INVESTMENT, S.A.

**Grupo:** DEPOSITAN

**Auditor:** AUDIETAN auditores, S.L.

---

**Fecha de Registro en la CNMV:** 30/04/2015

### Política de Inversión

---

**Perfil de Riesgo del Fondo y del Inversor:** 6 en una escala de 1 al 7.

**Categoría:** Fondo de Inversión. Renta Variable Euro.

**Plazo Indicativo de la Inversión:** Dependiendo de que su Fondo Momentum sea previsible hacia un horizonte de inversión del largo, medio y corto plazo; dicho fondo puede ser no apropiado para aquellos inversores que prevean retirar su dinero en un plazo menor de 3 años, 1 año y 1 mes respectivamente.

**Objetivo de gestión, política de inversión y riesgos:** La gestión toma como referencia el comportamiento del IBEX 35. El 100% de la exposición total estará invertida en renta variable (100% de los emisores serán empresas que cotizan en el IBEX 35). No existe riesgo divisa ya que la moneda con la que se opera es el euro.

Como bien se ha dicho previamente, la inversión en renta variable pasa a concentrarse en el mercado euro español; invirtiendo en compañías tanto de alta como de baja capitalización bursátil. No se dará ninguna especial predilección por alguno de los sectores en particular, de tal forma que atendiendo a la tipología de fondo que haya seleccionado le será aplicable alguna de las siguientes estrategias;

1. **Fondo Momentum:** Se seleccionan los 8 títulos mes a mes que mejor se hayan comportado durante los últimos 3 años, 1 año y un mes según su fondo sea previsible hacia cada horizonte de inversión mencionado respectivamente. La hipótesis que se presupone es la de no cambio de tendencia y cumplimiento del comportamiento pasado.
2. **Fondo Contrarian:** Incorporamos a cartera cada uno de los títulos que mes a mes peor se hayan comportado en los últimos 3 años, 1 año y un mes previsible a cada horizonte de inversión. Se plantea la hipótesis de que en algún momento se proceda a dar un cambio de tendencia.
3. **Fondo Monkey:** Numerosos estudios demuestran que los mercados incorporan en su valor un movimiento aleatorio que viene generado por cada una de las noticias que pasan a darse. Al ser muy difícil batir al mercado, procedemos a generar una incorporación de títulos con carácter aleatorio (Única condición que se hace necesaria para obtener resultados satisfactorios no es prever bien, sino que dicha aleatoriedad contenga la buscada suerte).

Los activos en los que invierte el Fondo estarán, en todo caso, admitidos a cotización oficial por el mercado regulado y abiertos al público.

#### Advertencias sobre los Riesgos relevantes de las Inversiones

---

Las inversiones descritas pueden conllevar, entre otros, un riesgo de mercado de renta variable así como una concentración geográfica y sectorial.

#### Información Complementaria sobre las inversiones

El IBEX 35 es el principal índice de referencia en el mercado de capitales Español. Está formado por las 35 empresas con mayor liquidez que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil Electrónico de las cuatro Bolsas Españolas (Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao). Viene a ser un índice ponderado por capitalización bursátil (A cada una de las empresas se le dota de distinta importancia a razón de su capitalización).

La ponderación de cada una de las inversiones en cartera siempre será equiponderada (El peso referido a cada uno de los activos será siempre el mismo). Independientemente de que el Comité Asesor Técnico decida qué valores han de integrar el correspondiente índice y cuales han de dejarlo; para que ellos puedan optar a la opcionalidad o no de integrar en cartera será necesario que la condición como tal la cumplan durante un periodo similar al previsible y mencionado horizonte de inversión.

El rebalanceo será de carácter mensual.

Por problemas durante el proceso de incorporación, Abengoa B no formará parte de la relativa opcionalidad que ostenten los ya mencionados valores de renta variable.

El objetivo de gestión del Fondo es obtener de las inversiones realizadas una rentabilidad que a tal efecto sea satisfactoria y sostenida en el tiempo.

El Fondo no tiene intención alguna de aplicar técnicas sofisticadas que impliquen un coste adicional en cartera.

No se invertirá en otras Instituciones de Inversión Colectiva.

Detalles de los Riesgos Inherentes a las Inversiones

**Riesgo de Mercado:** Riesgo que recae sobre el valor del activo invertido ante cambios habidos en las condiciones de mercado. Es llamado también riesgo sistemático o no diversificable, ya que procede de las variaciones del conjunto del mercado; Tal realidad conlleva que sea imposible de eliminar.

Está representado por el coeficiente beta. Al no invertir en activos de renta fija o de divisa que pudieran verse afectados por el riesgo de tipo de interés y de tipo de cambio (Ambos riesgo de mercado), sólo se verá incurrido un riesgo fundamental; el derivado de las fluctuaciones en renta variable. Con carácter general, la renta variable queda afectada por una alta volatilidad. Esto supone que la evolución del precio pueda verse afectada de forma muy significativa.

**Riesgo de Concentración Geográfica o Sectorial:** La concentración de las inversiones en un único país (En este caso España), conlleva que se asuma un riesgo donde las cuestiones económicas, políticas y sociales de España puedan suponer un impacto importante en la rentabilidad del correspondiente fondo. De la misma forma, la rentabilidad de un fondo que concentre sus inversiones en un determinado sector; puede traer consigo que la rentabilidad pase a verse fuertemente mermada a consecuencia de que pudiera quedar sometido a numerosos problemas, obstáculos y cargas reguladoras que impidan que los precios evolucionen favorablemente.

**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 Cotización de la Bolsa de Madrid.

**Tramitación de las órdenes de suscripción y reembolso:** Las órdenes cursadas por el partícipe a partir de las 15:00 horas o en un día inhábil se tramitarán junto con las realizadas al día siguiente hábil. A estos efectos, se entiende por día hábil de lunes a

viernes no festivos en Madrid Capital. Para aquellos días hábiles en los que no exista mercado no serán considerados como tal.

Ante las situaciones donde el patrimonio de reembolso sea superior a los 350000 euros, la sociedad gestora exigirá un preaviso de exactamente 15 días. En caso de que ello diera lugar, la entidad también solicitará que nuevos reembolsos se preavisen con un plazo de antelación de 15 días. Cualquier otra solicitud de reembolso que no cumpla ninguna de las dos situaciones previas, quedará regida por el régimen general. El valor liquidable de tales reembolsos será el que resultase obtenido a solicitud del reembolso.

El pago de los reembolsos se llevará a cabo por la Sociedad Depositaria dentro del plazo máximo de 3 días hábiles desde que fue considerada la fecha del valor liquidativo aplicable a la solicitud.

#### Comisiones y Gatos

---

Al Fondo únicamente le serán aplicables comisiones relativas a gestión y depósito. Puesto que toda operación será llevada a cabo acorde a las exigencias propias por parte de la entidad gestora (Suscripción y Reembolso), en ningún momento le serán aplicables comisiones contenidas a estos efectos. Las comisiones de gestión y depósito serán del 2% y 0.20% respectivamente. Ambas con carácter anual.

#### Otra Información

---

**Régimen de Información Periódica:** La Gestora debe remitir a cada partícipe, en una periodicidad que no podrá superar el mes, un estado de la situación correspondiente del fondo. En caso de que en dicho plazo no existiesen movimientos de suscripción o reembolso, esta información podrá ser pospuesta; pero todo lo que es relativo al estado del partícipe deberá de llevarse a cabo en el tiempo mencionado. La entidad gestora remitirá a los partícipes de forma gratuita toda la información que o bien soliciten o les deba ser remitida a efectos legales.

#### Fiscalidad

La tributación de los rendimientos obtenidos por los partícipes dependerá de la legislación aplicable a su situación personal. En caso de duda, se recomienda que solicite asesoramiento profesional. Los rendimientos que pasan a ser obtenidos en los Fondos de Inversión tributan al 1% en el Impuesto de Sociedades. Aquellos que obtengan las personas físicas lo harán por el Impuesto de la Renta de las Personas Físicas.

Las plusvalías por reembolso de participaciones, se consideran a efectos del IRPF una ganancia o pérdida patrimonial. Tributarán por la Base Imponible del Ahorro siempre

que se hayan generado en un periodo de tiempo superior al año. Si esta ganancia ha venido dada en un periodo de tiempo inferior, lo hará por la Base Imponible General.

Se consideran rendimientos de capital mobiliario todos aquellos dividendos obtenidos. Estos no gozan de la exención de primeros 1500 euros cuando hablamos de Fondos de Inversión.

No se asume el concepto de reembolso cuando se ha procedido al traspaso de capitales entre varios fondos.

Consulte a un profesional o a la propia entidad, información relativa a los porcentajes que le puedan ser aplicables a razón de su condición.

#### Sistemas de Control

---

El Fondo de Inversión cuenta con una serie de mecanismos que facilitan que todas las operaciones y realidades, surjan y acontezcan cumpliendo la legalidad que inicialmente había sido establecida y mencionada en folleto y contrato.

La Entidad Depositaria estará obligada al control de la Sociedad Gestora con el fin de que esta última actúe acorde a lo pactado.

Organismos como la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Banco de España, llevarán a cabo labores de investigación y supervisión de todas aquellas realidades que pudieran ser contrarias a los fines inicialmente propuestos; reservándose el derecho de sanción para cualquier responsable que durante el proceso pudiera dar lugar a alguna irregularidad.

#### Responsables del Contenido del Folleto

---

Serán la Sociedad Gestora y la Entidad Depositaria quienes asuman la responsabilidad de todo contenido que en el presente folleto hubiese quedado incorporado.

Ambas declaran que a su juicio, todo dato e información mencionada en el folleto viene a ser conforme a la realidad además de no haber omitido ningún hecho que pudiese alterar el alcance de este.

**HAGA CRECER SU  
PATRIMONIO SIN NECESIDAD  
DE PREOCUPARSE**

¿Alguna vez pensó aumentar su patrimonio sin que fuera necesario estar dedicado a su actividad profesional??

Imagínese en la playa, piscina, con los niños... Todo posible sin que su patrimonio suponga un problema.

**Concédanos la gestión de su dinero y  
obtenga hechos; no habladurías.**

**LOS RESULTADOS**

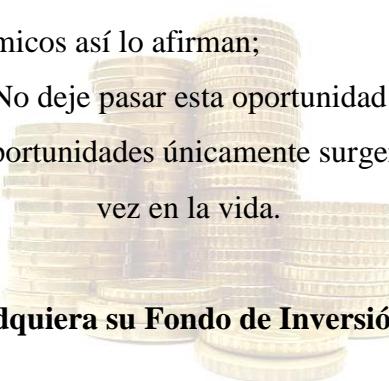
**CONFIRMAN...**

Coyuntura Económica e Indicadores Económicos así lo afirman;

**¡¡No deje pasar esta oportunidad!!**

Las oportunidades únicamente surgen una vez en la vida.

**¡¡Adquiera su Fondo de Inversión!!!**



**Deje que Velemos por  
su Futuro**

## ¿QUÉ ES UN FONDO DE INVERSIÓN?

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) los define como Patrimonios sin Personalidad Jurídica. Se forman por el cúmulo de capitales, nacidos de las aportaciones que un número variable de entes proporciona.

Los rendimientos individuales son en base a los resultados grupales obtenidos.

Relevante que considere que los Fondos de Inversión, al igual que el resto de instrumentos financieros, incorpora serios riesgos a tener en consideración. Dicho riesgo surge de los activos en los que el patrimonio queda invertido.

**¡La Renta Variable implica un riesgo alto; aunque la posibilidad de rendimientos atractivos!**

## FONDOS DE INVERSIÓN MOMENTUM

Con un mercado donde la tendencia alcista es evidente, nosotros le ofrecemos la estrategia momentum. Deje que le seleccionemos aquellos títulos que mejor se han comportado en el mes previo. Con un cumplimiento de la tendencia previa su rentabilidad está garantizada.

Aunque le recomendamos el Largo Plazo, nos adaptamos a su horizonte de inversión (Medio y Corto Plazo también).

## FONDOS DE INVERSIÓN CONTRARIAN

La volatilidad que la crisis trajo consigo no hace extrañar que tendencias menos persistentes en el tiempo puedan verse corregidas. En base ello le ofrecemos nuestra estrategia Contrariam. Seleccionando aquellos títulos que peor se

hayan comportado en el mes previo; nos será posible proporcionarle el efecto mencionado.

Siendo recomendable el Medio Plazo nos adaptamos a sus intereses.

## FONDOS DE INVERSIÓN MONKEY

Numerosos estudios demuestran que el mercado se mueve aleatoriamente. Aunque el logro de esta aleatoriedad positiva es difícil de captar, nosotros le ofrecemos una estrategia de selección aleatoria. Deje que imitemos al IBEX y repetirá su experiencia con nosotros.

### IMPORTANTE;

Rentabilidades Pasadas no Garantizan Rentabilidades Futuras. La aleatoriedad supone un riesgo añadido. Se aplica Comisión de Gestión y Depósito.