

MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO

Creación y gestión de un Fondo de Inversión
(Mutual Fund inception and management)

Autores: D. Jorge Montes Bóveda
D. Aarón Rodríguez Escobar

Grado en CONTABILIDAD Y FINANZAS
FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO
Curso Académico 2014 / 2015

San Cristóbal de La Laguna, a 12 de Junio de 2015

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INTRODUCCIÓN	5
2. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC)	5
2.1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS	6
2.2. CONCEPTO	6
2.3. ORIGEN DE LAS IIC EN ESPAÑA	7
2.4. SITUACIÓN ACTUAL	8
3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN	10
3.1. MODALIDADES	10
3.1.1. <i>Según sus inversiones</i>	10
3.1.2. <i>Según la liquidez que proporcionan</i>	11
3.2. LEGISLACIÓN	11
3.2.1. <i>Número mínimo de partícipes</i>	11
3.2.2. <i>Procedimientos de registro</i>	12
3.2.3. <i>Información</i>	12
3.2.4. <i>Regulación de las inversiones</i>	13
3.2.5. <i>Comisiones y gastos</i>	13
3.3. FISCALIDAD	14
4. CREACIÓN Y GESTIÓN DEL FONDO DE INVERSIÓN	15
4.1. OBJETIVOS DE INVERSIÓN	15
4.2. FILOSOFÍA DE INVERSIÓN	15
4.3. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN	17
4.4. POLÍTICA DE INVERSIÓN	19
5. ASSET ALLOCATION	21
5.1. CONSTRUIR LA CARTERA	21
5.1.1. <i>Tipologías de construcción de carteras</i>	21
5.1.2. <i>Nuestra metodología</i>	22
5.2. SELECCIÓN DE VALORES	23
6. CONTROL Y SEGUIMIENTO DE LA CARTERA	25
6.1. HERRAMIENTAS UTILIZADAS	25
6.2. ANÁLISIS Y PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN	27
7. CONCLUSIONES ALCANZADAS	30
8. BIBLIOGRAFÍA	31
9. ANEXOS	32

ÍNDICE DE GRÁFICOS E ILUSTRACIONES

GRÁFICO 1. VALOR TOTAL DE LOS ACTIVOS BAJO GESTIÓN EN EUROPA (2007 - 2013).....	9
GRÁFICO 2 – TOTAL DE ACTIVOS BAJO GESTIÓN A NIVEL MUNDIAL (2007 - 2013)	9
GRÁFICO 3 – TOTAL DE ACTIVOS BAJO GESTIÓN A NIVEL MUNDIAL POR SECTORES (2007 - 2013).....	10
GRÁFICO 4 - COMPARATIVA DEL FONDO ULL GLOBAL VALUE FI CON UN BENCHMARK	28
GRÁFICO 5 - TIPOLOGÍA DE ACTIVOS Y EXPOSICIÓN A DIVISAS	29
ILUSTRACIÓN 1 - BERKSHIRE'S PERFORMANCE VS. THE S&P 500.....	19
ILUSTRACIÓN 2 - PROCESO DE INVERSIÓN DE LAS ESTRATEGIAS BOTTOM-UP Y TOP-DOWN	22
ILUSTRACIÓN 3 - PLANTILLA MODELO DE ANÁLISIS PREVIO APLICADA A UN CASO REAL .	24
ILUSTRACIÓN 4 - CARTERA DE VALORES DEL FONDO ULL GLOBAL VALUE FI.....	25
ILUSTRACIÓN 5 - EVOLUCIÓN YEAR TO DATE (YTD) DE LA RENTA VARIABLE EN EL FONDO ULL GLOBAL VALUE FI.....	27
ILUSTRACIÓN 6 - EVOLUCIÓN YTD DE LA RENTA FJIA DEL FONDO ULL GLOBAL VALUE FI	27

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1 - LÍMITES GENERALES MÁXIMOS DE INVERSIÓN EN FUNCIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS.....	13
TABLA 2 - NOMENCLATURA EMPLEADA POR LAS PRINCIPALES AGENCIAS DE RATING PARA DEUDA INVESTMENT GRADE	16
TABLA 3 - NOMENCLATURA EMPLEADA POR LAS PRINCIPALES AGENCIAS DE RATING PARA DEUDA SPECULATIVE GRADE	17

RESUMEN

El presente trabajo comienza haciendo un recorrido rápido por la historia, definición y aspectos legales de los fondos de inversión pasando por la fiscalidad de los mismos y termina centrándose en los factores más técnicos relacionados con los objetivos, política y estrategia de inversión, así como con la construcción, evaluación y crecimiento de la cartera de valores del fondo; puntos en los que se pueden plasmar los conocimientos adquiridos en el Grado, principalmente en las asignaturas del área de finanzas.

El principal objetivo es mostrar el proceso de formación de un fondo de inversión, hasta el punto de tenerlo cotizando en modo virtual y poder testar su evolución en un mercado real y cambiante, acercándose de este modo a la realidad de los mercados financieros.

Palabras clave: fondos de inversión, estrategia de inversión, cartera de valores.

ABSTRACT

This paper begins by making a quick journey through the history, definition, legal aspects and taxation of investment funds, and ends focusing on technical factors related to objectives, investment policy and strategy, as well as to construction, evaluation and growth of the fund's portfolio; these areas allow to express the knowledge gained during the Degree, mainly in finance-related subjects.

The main objective is to show the formation process of an investment fund to the extent of being able to trade virtually and test its evolution into a real and changing market, thus approaching the reality of the financial markets.

Keywords: investment funds, investment strategy, portfolio.

1. INTRODUCCIÓN

La actualidad económica nos muestra un panorama poco alentador para la gestión pasiva de los ahorros, con depósitos bancarios ofreciendo rentabilidades en mínimos históricos y productos de renta fija soberanos colocándose incluso a tipos negativos.

Ante el citado panorama, no es de extrañar el constante aumento en el número de fondos de inversión disponibles en sus distintas modalidades así como de los activos bajo gestión. De esta forma, países como España, con un estilo de gestión del ahorro más tradicional y alejado de la corriente anglosajona, se suman ahora a la tendencia de invertir el ahorro en fondos de inversión como el tratado en este trabajo, donde el inversor puede elegir productos casi a su medida en cuanto a liquidez, riesgo y volatilidad que está dispuesto asumir.

El objetivo de este trabajo es analizar los aspectos técnicos que hay tras la creación y puesta en marcha de un fondo de inversión, centrándonos principalmente en su gestión diaria, como forma práctica de aplicar los conocimientos adquiridos durante el Grado, fundamentalmente en el área de finanzas. De esta forma hemos decidido crear nuestro propio fondo de inversión: ULL GLOBAL VALUE FI, Fondo de Inversión Mixto Global.

En la primera parte se abordará las consideraciones iniciales, comentando los orígenes de los fondos de inversión, evolución y normativa aplicable a los mismos.

En la segunda parte se comentan los aspectos técnicos de la creación y gestión de un fondo de inversión, con especial énfasis en aspectos tan importantes como el establecimiento de los objetivos, filosofía y estrategias de inversión así como en la construcción, medición y evaluación del crecimiento de la cartera de valores. Esta última parte del trabajo ha supuesto todo un año de profundo estudio y análisis de las diferentes metodologías de inversión y de selección de valores, en el que incluso hemos tenido la oportunidad de reunirnos con varias de las empresas que cotizan el Mercado Continuo Español.

Finalmente, se incorporan dos anexos donde, por un lado, están redactadas las bases del Reglamento de Gestión; y por otro, se analiza la evolución del fondo ULL GLOBAL VALUE FI, desde su creación el 27 de enero de 2015 hasta la fecha de finalización de este trabajo, el 10 de junio de 2015.

2. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (IIC)

“En cuanto se abren las páginas financieras de los principales periódicos financieros internacionales, pueden descubrirse diferentes formas de fondos de inversión. Si se toma el Financial Times, su servicio de información de los fondos titula éstos como unit trusts, término inglés, y si se toma The Wall Street Journal, más bien hace referencia a los fondos de inversión como exponentes de los mutual funds americanos. Podemos considerar estos dos tipos de fondos como los antecedentes más próximos de los fondos de inversión españoles actuales” (Soldevilla, 1999).

2.1. ANTECEDENTES HISTÓRICOS

Los fondos de inversión son un instrumento de ahorro cuyo origen se remonta al siglo XVII. De acuerdo con García Carnero (2003), sabemos que “a finales de la Edad Media, cuando existían prohibiciones sobre la usura en el crédito, algunos comerciantes banqueros organizaban inversiones directas de capital, como el caso de los banqueros de Augsbourg (Alemania)”.

Con este precedente, en el siglo XVII, aparecen los *Administratie Kantooren* de Holanda, entidades que operaban como intermediarios entre empresas que emitían valores mobiliarios y ahorradores, y lo hacían siguiendo ciertos principios de los usados actualmente en los fondos de inversión.

Corría el año 1774 cuando también en Holanda, un afamado intermediario, Abraham Van Ketwich, empujado por la reciente quiebra de diversos bancos británicos posterior a la crisis financiera de 1772, solicita la creación de un trust llamado *Eendragt Maakt Magt*, lema oficial de Holanda: La unión hace la fuerza. Proponía a los potenciales partícipes invertir en bonos de Gobiernos y bancos extranjeros y en los préstamos a las plantaciones en las Indias Orientales, asegurándoles un dividendo mínimo del 4%. Este trust se creó con una previsión de liquidarse a los 25 años y se pusieron en circulación dos mil participaciones. Ya en aquella época Van Ketwich hubo de conseguir la aprobación de las autoridades económicas holandesas presentando el correspondiente prospecto y comprometiéndose a elaborar una contabilidad anual para los partícipes, así mismo exponía toda una serie de reglas de proporciones en los valores negociables, antecedente de las modernas estrategias de diversificación.

Sin embargo, no es hasta 1868, cuando se crea en Londres la primera sociedad de inversión colectiva regulada, conocida como *The Foreign and Colonial Government Trust*, dando paso a finales de siglo al origen de los fondos de inversión en Estados Unidos, siendo el primero de ellos el fondo *Boston Personal Property Trust*.

Ya en el siglo XX van apareciendo diferentes tipos de instituciones de inversión colectiva en Francia, Italia y Japón. En España no es hasta 1957 cuando salen al mercado los fondos de inversión tal y como lo conocemos hoy en día.

Desde sus orígenes, los fondos de inversión no han dejado de ir en aumento, con los lógicos altibajos de las crisis financieras y el fortalecimiento cuando los depósitos a plazo disminuyen sus remuneraciones, llegando a la actual situación en la que podemos encontrar en el mercado global la posibilidad de suscripción de más de 80.000 fondos de inversión¹.

2.2. CONCEPTO

El Reglamento de las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, IIC), establece que serán consideradas IIC aquellas que tengan por objeto «la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos».

¹ Fuente: Bloomberg (2015)

Las IIC pueden revestir la forma de Sociedad de Inversión o Fondo de Inversión.

Los Fondos de Inversión están configurados como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario.

Estos vehículos constituyen un eficaz instrumento de inversión para aquellos que desean acudir al mercado de títulos negociables, a precios más competitivos que si lo hicieran de forma directa, con importes no elevados y asumiendo un riesgo moderado. Así, el partícipe debería obtener una colocación de su ahorro más rentable, más diversificada y menos volátil que invirtiendo de forma individual. (Marco y Ortiz, 2006).

2.3. ORIGEN DE LAS IIC EN ESPAÑA

En España, el origen del concepto de Instituciones de Inversión Colectiva se remonta a la Ley de 15 de Julio de 1952, que regulaba únicamente las Sociedades de Inversión Mobiliaria (en adelante SIM) definiéndolas como “compañías anónimas que, teniendo un capital desembolsado no inferior a veinticinco millones de pesetas, tengan por exclusivo objeto la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general y enajenación de valores mobiliarios, para compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria económica y política en otras sociedades”.

Sin embargo, no es hasta el 2001 cuando se vive la época de mayor desarrollo, tanto normativo como operativo, y cuando se asientan los principios básicos que regirán hasta nuestros días la actividad de los sujetos participantes en el esquema de funcionamiento de las IIC.

Por un lado, se aprobó la Directiva 85/611/CEE, que además de intentar armonizar las legislaciones del ámbito europeo también se preocupa por la protección de los partícipes. El principal logro de esta Directiva ha sido permitir la consolidación de un régimen de pasaporte comunitario, en la que cualquier IIC puede comercializarse en cualquier Estado Miembro sin necesidad de obtener una autorización, bastando con una notificación a las autoridades del Estado de destino.

Y por el otro, se aprueba en España la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Según considera Inverco², con esta Ley se pretendía liberalizar la política de inversión de las IIC, que hasta el momento suponía un freno para la dinámica de la actividad inversora, aumentar la protección de los inversores, perfeccionar la administración, y reforzar la seguridad jurídica de los inversores.

² Medio siglo de inversión colectiva en España

2.4. SITUACIÓN ACTUAL

Frente a otros productos alternativos del ahorro como pudieran ser la inversión directa en mercados, los depósitos bancarios o los productos de seguro, la inversión colectiva sigue presentando claras ventajas frente a otros activos. Además del interesante régimen fiscal y la posibilidad de liquidez inmediata, las IIC están sujetas a una supervisión previa del producto y a una rígida transparencia informativa, junto a una supervisión continuada de la CNMV que se materializa en un reporte permanente de información de las IIC y sus Gestoras, y en las inspecciones periódicas que realiza el órgano supervisor.

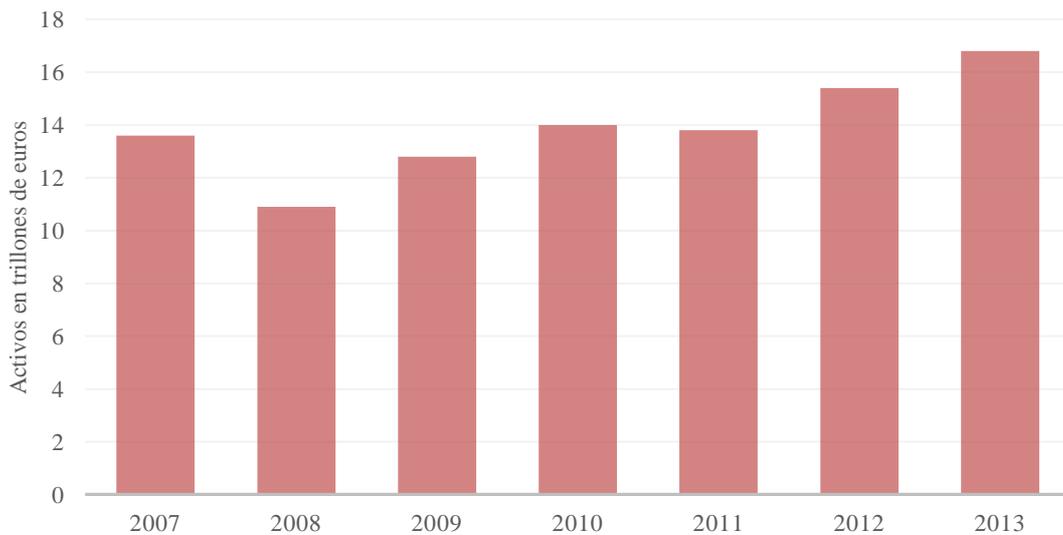
Además, para los inversores, las IIC les proporcionan acceso a todos los mercados financieros, mercados que, por otro lado, cada vez son más complejos. El citado acceso va acompañado de una gestión profesionalizada realizada por operadores expertos y supervisados. Todo ello, anima al inversor a participar en estas instituciones permitiéndole diversificar el riesgo de sus inversiones.

Luis García Langa define muy bien la situación actual cuando dice: “es lógico este aumento de aportaciones de los fondos. Antes a los ahorradores les bastaba con colocar su dinero en depósitos, pero ahora deben buscar alternativas y los fondos, por la posibilidad de diversificación, la facilidad de seguimiento, los resultados que dan algunas gestoras y la fiscalidad ventajosa hacen que sea una vía óptima para la mayoría de la gente; lo ilógico era la gran cantidad de patrimonio familiar que había antes en depósito, muy superiores a las de otros países de nuestro entorno”, (Gallardo, 2014).

En los siguientes gráficos se puede observar cómo ha aumentado el volumen de activos gestionados en fondos de inversión en Europa y a nivel global, así como los diferentes grados de afinidad con este tipo de productos que encontramos dependiendo de la zona geográfica mundial de la que se trate, fiel reflejo no sólo de la riqueza de la zona sino también de la cultura financiera.

El *gráfico 1* muestra la evolución del valor total de activos gestionados por fondos de inversión en Europa, en el período comprendido entre 2007 y 2013, en trillones de euros (trillón americano, que equivale al billón en español, millón de millones). El impacto de la recesión global de 2008 refleja la disminución de valor en los activos europeos. A finales de 2013, el valor de los activos bajo gestión en Europa superaba los 16 trillones de euros.

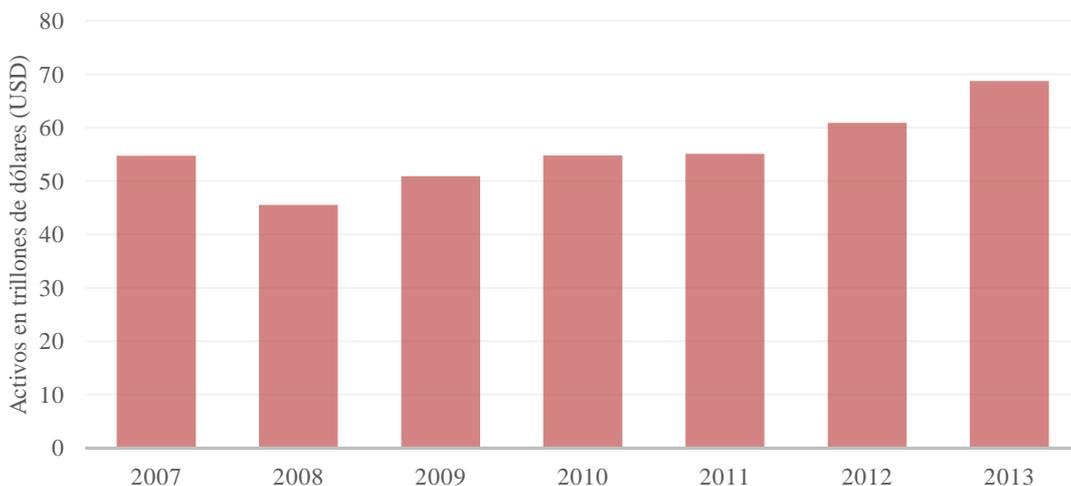
Gráfico 1. Valor total de los activos bajo gestión en Europa (2007 - 2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista 2015

El gráfico 2 presenta el total de activos gestionados en fondos de inversión a nivel mundial en el mismo periodo 2007 - 2013. En 2013, los activos gestionados por fondos de inversión contabilizados a nivel mundial eran de aproximadamente 68,7 trillones de dólares.

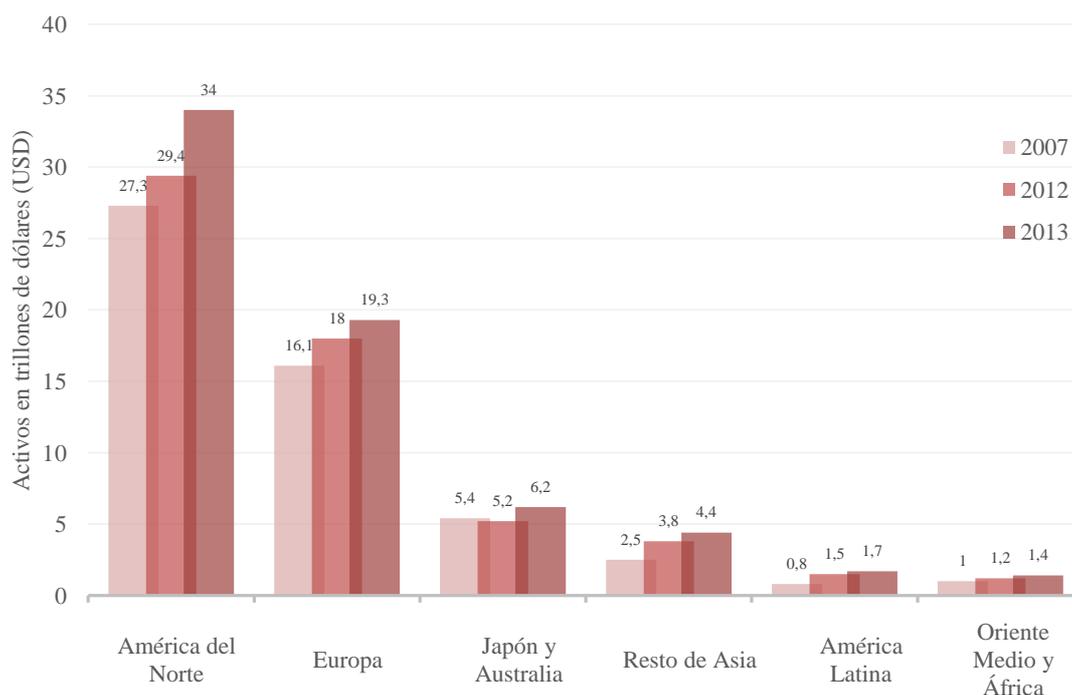
Gráfico 2 – Total de activos bajo gestión a nivel mundial (2007 - 2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista 2015

Y por último, en el gráfico 3 se muestra la evolución de los activos gestionados en fondos de inversión a nivel mundial comprendido entre los años 2007 a 2013, por zonas geográficas. En Estados Unidos, había aproximadamente 34 trillones de dólares bajo gestión en 2013.

Gráfico 3 – Total de activos bajo gestión a nivel mundial por sectores (2007 - 2013)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Statista 2015

En definitiva, es clara la tendencia de los ahorradores a confiar cada vez más en los fondos de inversión para la gestión de sus patrimonios, no sólo por las contrastadas rentabilidades históricas conseguidas, si no por el aumento generalizado de la desconfianza hacia la banca comercial tradicional, muy condicionada por productos afines a la marca y por las casi nulas rentabilidades que son capaces de ofrecer los depósitos bancarios en sus distintas modalidades y duraciones.

3. LOS FONDOS DE INVERSIÓN

3.1. MODALIDADES

3.1.1. Según sus inversiones

Existen multitud de clasificaciones que pueden hacerse de los fondos de inversión dependiendo de diferentes criterios, pero desde el punto de vista del partícipe, uno de los criterios más relevantes es el de la política de inversión del fondo, que define los tipos de activos y de mercados a los que se dirige la inversión, haciendo más fácil al partícipe analizar si el fondo escogido se adapta a sus expectativas de riesgo, volatilidad, liquidez u horizonte temporal. Siguiendo este criterio podemos clasificarlos principalmente en:

- **Fondo de Inversión Monetario:** no incluye renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada en su cartera, pero acepta suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente. La duración media de la cartera es inferior a 6 meses. Como mínimo el 90% de su patrimonio estará invertido en instrumentos con vencimiento residual inferior a 2 años. No contará en su cartera con instrumentos con vencimiento residual superior a 5 años, activos con calificación crediticia a

- corto plazo inferior a A22 o sin calificación crediticia específica cuyo emisor cuente con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2.
- Fondo de Inversión Renta Fija Euro: no incluye en su cartera renta variable pero no ha sido clasificada la IIC dentro de la vocación monetario. Los activos se encontrarán expuestos como máximo a riesgo divisa en 10%.
 - Fondo de Inversión de Renta Fija Internacional: no incluye en su cartera renta variable. Los activos pueden encontrarse expuestos a riesgo divisa en más del 10%.
 - Fondo de Inversión de Renta Fija Mixta Euro: su cartera contará con menos del 30% de activos de renta variable. La suma de sus inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa, no superará el 30%.
 - Fondo de Inversión de Renta Fija Mixta Internacional: su cartera contará con menos del 30% de activos de renta variable. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa, sí puede superar el 30%.
 - Fondo de Inversión de Renta Variable Mixta Euro: su cartera contará con una exposición a renta variable de entre el 30% y el 75%. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa, no superará el 30%.
 - Fondo de Inversión de Renta Variable Mixta Internacional: su cartera contará con una exposición a renta variable de entre el 30% y el 75%. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa, podrán superar el 30%.
 - Fondo de Inversión de Renta Variable Euro: su cartera se encuentra expuesta a renta variable en más del 75%, de las cuales, al menos el 60% ha sido emitida por entidades radicadas en el área euro. Cuentan con un máximo del 30% de exposición al riesgo divisa.
 - Renta Variable Internacional: su cartera está formada en más del 75% por renta variable no calificada como euro.

3.1.2. Según la liquidez que proporcionan

Los Fondos de Inversión pueden ser abiertos o cerrados, según la forma de dar liquidez al inversor.

- Los FI abiertos son aquellos, cuyas unidades, a petición del tenedor, son recompradas o reembolsadas, directa o indirectamente, con cargo a los activos de estos FI. Se equipara a estas recompras o reembolsos el hecho de que un FI actúe a fin de que el valor de sus acciones o participaciones en determinados mercados no se desvíe sensiblemente de su valor liquidativo.
- Los FI cerrados son aquellos en las que no existen las condiciones de recompra o reembolso mencionadas en el párrafo anterior.

3.2. LEGISLACIÓN

3.2.1. Número mínimo de partícipes

El número de partícipes/accionistas de una IIC no puede ser inferior a 100. En el caso de IIC por compartimentos, el número mínimo puede ser de 20 por compartimento, totalizando al menos los citados 100 en el conjunto de la IIC. Existen excepciones a la

anterior regla general cuando se trata de un Fondo cuyos partícipes sean exclusivamente otras IIC subordinadas, en el caso de una IICIL cuyo número mínimo de accionistas o partícipes es 25 y cuando se trata de un Fondo de Inversión cotizado o una SICAV índice cotizada, en el momento de su admisión a cotización.

Encontramos excepciones cuando se trata de IIC de propósito especial, o cuando las mismas no son constituidas por los procedimientos de fundación sucesiva y de suscripción pública de participaciones.

3.2.2. Procedimientos de registro

3.2.2.1. Autorización y registro del fondo de inversión

La constitución de una IIC supone diferenciar las siguientes fases:

- Fase 1: Autorización previa del proyecto de constitución del fondo por la CNMV.
- Fase 2: Constitución, una vez obtenida la autorización, del fondo. Esto supone el otorgamiento de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil, con carácter potestativo.
- Fase 3: Inscripción del fondo de inversión y de su folleto informativo en los registros administrativos de la CNMV.

3.2.2.2. Documentación

La solicitud de autorización debe incorporar una memoria, la acreditación de la honorabilidad y de la profesionalidad de quienes desempeñen cargos de administración y dirección del fondo de inversión y cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en la normativa.

Además, se deberá elaborar el folleto del Fondo; documento que reúne los datos fundamentales para el inversor y su reglamento de gestión (conjunto de normas que, ajustadas a la legislación vigente en cada momento, regirá el Fondo y deberá incluir el contenido mínimo previsto en la normativa).

3.2.3. Información

La SGIIC (Sociedad Gestora), para cada uno de los FI que administre deberá publicar la siguiente información:

- Un folleto conteniendo las especificaciones previstas en la normativa.
- Un documento con los datos fundamentales para el inversor.
- Un informe anual conteniendo las cuentas anuales y el informe de gestión, las conclusiones de las auditorías de cuentas y demás información prevista en la normativa.
- Dos informes trimestrales y uno semestral conteniendo información sobre el estado del patrimonio, número de participaciones y acciones en circulación, valor liquidativo por participación o acción, cartera de títulos, movimientos habidos en los activos de la IIC, cuadro comparativo relativo a los tres últimos ejercicios y demás información prevista en la normativa.

Además, las IIC deben informar de los hechos relevantes y las participaciones significativas.

3.2.4. Regulación de las inversiones

La normativa establece unos porcentajes máximos que pueden representar ciertos activos sobre el patrimonio de las IIC y sobre los valores de un emisor, tratando de reducir así los riesgos derivados de las inversiones y evitar además situaciones de influencia significativa en otras entidades.

Tabla 1 - Límites generales máximos de inversión en función del patrimonio de los fondos

	Inversión	% máximo del patrimonio de la IIC
Por las características del activo	Determinados valores e instrumentos financieros, cuya admisión a negociación en mercados o sistemas con funcionamiento regular y similares a los mercados oficiales españoles se haya solicitado o vaya a solicitarse en un plazo inicial inferior a 1 año.	10%
	Bienes muebles e inmuebles indispensables para el ejercicio directo de su actividad por las SI.	15%
	Valores e instrumentos financieros en los que sólo se puede invertir previa información expresa y destacada en el folleto del Fondo	Para el conjunto de valores , 10% Para los valores no cotizados , 2% si son emitidos o avalados por una misma entidad y 4% si son emitidos o avalados por entidades de un mismo grupo.
En función del emisor	<p>Activos emitidos o avalados por un mismo emisor, que sean:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Determinados valores o instrumentos financieros, admitidos a negociación en mercados o sistemas con funcionamiento regular y similares a los mercados oficiales españoles o cuya admisión en tales mercados se haya solicitado o vaya a solicitarse en las condiciones anteriormente expuestas. - Ciertos instrumentos del mercado monetario. - Valores e instrumentos financieros en los que sólo se puede invertir previa información expresa y destacada en el folleto del Fondo. <p>Se considerarán, como un único emisor, las entidades que formen parte de un mismo grupo económico.</p>	5% con carácter general, ó 10%, si el Fondo no invierte más de 40% del patrimonio en emisores en que se supere el 5%
		35%, si el emisor o avalista es un Estado de la UE, Comunidad Autónoma, Ente Local, Organismo Internacional del que España sea miembro o un Estado con calificación de solvencia no inferior a la del Reino de España y la Gestora realiza un análisis exhaustivo con el fin de acreditar dicha solvencia ó
		100%, siempre que se diversifique en, al menos, seis emisiones diferentes y una misma emisión no supere el 30% del activo, conste en el folleto y se especifiquen tales Entes.
		25% si son obligaciones emitidas por entidades de crédito con sede en la UE garantizadas por activos que sean cobertura suficiente y estén afectados privilegiadamente en caso de concurso (por ejemplo, cédulas y bonos hipotecarios, cédulas territoriales y valores no subordinados emitidos por fondos de titulización hipotecaria) y
		80% para el total de obligaciones en que se supere el 5%.
		20%, junto con las posiciones frente al emisor en productos derivados y los depósitos que el Fondo tenga en dicho emisor.
35%, en conjunto con obligaciones emitidas por entidades de crédito garantizadas suficiente y privilegiadamente por activos, ciertos depósitos en dicho emisor y posiciones en productos derivados frente a tal emisor.		
Acciones y participaciones emitidas por una única IIC armonizada o, si cumple requisitos adicionales, por una única IIC financiera no armonizada . Ambas deben tener prohibido invertir más de un 10% del patrimonio en otras IIC.	20% en una misma IIC. Excepción: estructuras principal – subordinada. 30% para el total de IIC no armonizadas que cumplan ciertos requisitos.	

Fuente: Inverco

3.2.5. Comisiones y gastos

La contratación de un fondo de inversión está sujeta al pago de una serie de comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso, cuyos tipos máximos deben estar debidamente informados y no sobrepasar en ningún caso los límites establecidos en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. Es importante apuntar que las comisiones de gestión y depósito son cobradas diariamente sobre el patrimonio del fondo, por lo que la rentabilidad publicada es posterior al descuento de las citadas comisiones, sin embargo

las de suscripción y reembolso suponen un cobro adicional en el momento de realizar dichas operaciones.

Encontramos también especificidades importantes en cuanto a la información que las Sociedades Gestoras de los fondos de inversión deben proporcionar, así como en cuanto a la comercialización, traspaso, disolución y liquidación; pero como el objetivo principal de este trabajo gira en torno a la gestión de un fondo, preferimos no profundizar más en fundamentos legales que no aportarían mucho más que la mera transcripción de la Ley.

3.3. FISCALIDAD

No podemos dejar de hacer una mención a la fiscalidad que se aplica a las instituciones de inversión colectiva y a los fondos de inversión en particular, diferenciando la de los partícipes y la de los propios fondos.

Destacamos como característica principal que el partícipe de un fondo de inversión sólo tributa cuando efectúa el reembolso definitivo de sus participaciones, esto permite un diferimiento de la fiscalidad, siempre y cuando el importe obtenido en la transmisión o reembolso se destine a la adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva. En estos casos, la ganancia o pérdida patrimonial no computará y las nuevas acciones o participaciones suscritas conservarán el valor y la fecha de adquisición de las acciones o participaciones transmitidas o reembolsadas.

La diferencia entre el valor de suscripción y el de reembolso determinará la calificación fiscal de pérdida o ganancia, aplicando siempre el criterio FIFO, de este modo si existen participaciones adquiridas en distintas fechas se consideran vendidas primero las suscritas en primer lugar.

Al igual que en otros vehículos de inversión, hay que diferenciar entre las ganancias patrimoniales generadas en un período de hasta un año inclusive, que se integrarán en la base imponible general, tributando en su tarifa, y las que se hayan generado por participaciones en fondos de inversión durante más de un año, que se integran en la base imponible del ahorro tributando al tipo que le corresponda, según el tramo del importe.

Todo lo anterior desde el punto de vista del partícipe, pero es importante también hacer referencia a la fiscalidad de un fondo de inversión para la institución de inversión colectiva, tributando como sigue:

- Impuesto de Sociedades del 1%. Como contrapartida, no tienen derecho a deducciones ni exenciones para evitar la doble imposición internacional.
- Impuesto sobre TPYAJ, quedando exentas las operaciones de constitución, ampliación de capital y aportaciones no dinerarias.

No cabe duda a la vista de lo expuesto, que la fiscalidad es un motivo más a favor que explica el atractivo de estos productos financieros y el aumento que se está registrando en el número de fondos de inversión existentes y en el volumen total de patrimonios gestionados.

4. CREACIÓN Y GESTIÓN DEL FONDO DE INVERSIÓN

4.1. OBJETIVOS DE INVERSIÓN

El objetivo claro y primario de un fondo de inversión siempre es maximizar la rentabilidad de las cantidades aportadas por los partícipes, pero algo tan básico viene rodeado por una serie de matices muy importantes a tener en cuenta, principalmente cuál es la rentabilidad media que se marca como objetivo. En función de este objetivo de rentabilidad dependerán todas las cuestiones posteriores relativas a política y estrategia de inversión, pues obviamente no serán iguales para un fondo que busque batir un índice de industrias tecnológicas como el Nasdaq, que para uno que aspire a obtener una rentabilidad media similar a la que ofrecían los depósitos a plazo fijo hace cinco años. Huelga decir que el establecimiento de objetivos del fondo exigirá asumir cuotas de riesgo y volatilidad muy diferentes, principalmente en lo relativo a la estructura de su cartera.

Partiendo con un patrimonio inicial de 10.000.000 de euros, establecemos como objetivo de rentabilidad un 7% anual, para convertirlo en un producto atractivo por encima de los depósitos bancarios y con rentabilidades aún superiores a la mayoría de los bonos de deuda corporativa “high yield”, permitiéndonos competir con este tipo de productos ofreciendo unos niveles de riesgo inferiores, con menores tasas de volatilidad y una liquidez asegurada.

4.2. FILOSOFÍA DE INVERSIÓN

Para la formación de nuestro fondo de inversión nos hemos decidido por una filosofía clásica de inversión conocida como *value investing* o invertir en valor. Este término fue acuñado en 1928 por Benjamin Graham y David Dodd, ambos profesores de Columbia Business School.

Esta filosofía basa su eficacia en elegir valores que estén cotizando por debajo de su teórico valor intrínseco o fundamental, que suele calcularse como el valor actual de los flujos futuros que será capaz de generar el activo, aunque dejando claro que tanto los flujos futuros como el índice de descuento no pueden conocerse a priori con exactitud, se tratará pues de estimaciones (Rojo, 2007).

Si el precio de cotización del valor está por debajo del teórico valor intrínseco, es previsible que en el futuro se eleve su precio gracias a los ajustes del mercado, aunque tampoco se puede predecir cuándo llegará ese teórico ajuste.

La anterior diferencia entre el valor intrínseco y el valor contable es conocida con el término “margen de seguridad”, por ese margen de protección que ofrece al inversionista frente a malas decisiones y vicisitudes del mercado. Son varias las estrategias que se pueden utilizar para encontrar compañías que disfruten del mayor margen de seguridad posible; una de ellas es buscar compañías que aún no son muy conocidas y que tienen una relación precio/beneficio baja, otra es la de elegir compañías asentadas y con negocios sólidos que por situaciones coyunturales que poco tienen que ver con la salud financiera de las mismas, se encuentran eventualmente cotizando con un precio bajo respecto a su valor contable.

Además de las citadas relaciones entre el precio de cotización y el valor contable de las compañías, hay que destacar otros aspectos importantes en este tipo de filosofía de

inversión, como los relativos a la elección de compañías con negocios en los que sea fácil entender de donde proviene el valor y que dispongan de un equipo directivo honesto, alejándose de aquellas compañías con un equipo directivo excesivamente politizado. En definitiva, un minucioso estudio de cada compañía para intentar conocerlas lo mejor posible, y esto no significa solamente el estudio de sus cuentas anuales, sino también la dinámica competitiva del sector en el que se encuentra, pues números que pueden ser interesantes en determinado sector para nada lo son en otros.

Un factor importante que nos gustaría destacar es que el *value investing*, en cuanto a profundidad en el análisis se refiere, depende de la categoría del inversor, refiriéndonos en este caso a capacidad inversora, pues como en tantos aspectos de la economía y de la vida, el factor información es determinante, y está claro que no va a obtener la misma información un inversor como nosotros que se ha de conformar con la información publicada por una compañía, como sus cuentas anuales o informes de auditoría, con la que puede obtener un gran inversor con una buena red de contactos y presencia en consejos de administración. No obstante, este tipo de filosofía inversora sirve cuando menos para descartar compañías cuyos balances pueden esconder verdaderos desastres.

Hasta ahora hemos hablado de la filosofía *value investing* aplicada a la renta variable, pero también se puede adaptar la misma para la elección de deuda corporativa, analizando su solvencia empresarial, su plan estratégico, situación del sector y país o países en los que concentra su negocio, a lo que hay que sumar el estudio pormenorizado de las condiciones de emisión de dicha deuda.

En cuanto a la elección de la renta fija, no ponemos en duda la calidad crediticia de deuda soberana otorgada por las agencias de rating, con los que no aplicamos una filosofía específica para su elección más que el citado rating sea *Investment Grade*.

Tabla 2 - Nomenclatura empleada por las principales agencias de rating para deuda *Investment Grade*

Number	Definition	Moody's	S&P	Fitch
Investment Grade				
10,0	Prime, maximum safety	Aaa	AAA	AAA
9,5	Very high grade/quality	Aa1	AA+	AA+
9,0		Aa2	AA	AA
8,5		Aa1	AA-	AA-
8,0	Upper medium quality	A1	A+	A+
7,5		A2	A	A
7,0		A3	A-	A-
6,5	Lower medium grade	Baa1	BBB+	BBB+
6,0		Baa2	BBB	BBB
5,5		Baa3	BBB-	BBB-

Fuente: Elaboración propia a partir de Multiple-markets.com

Tabla 3 - Nomenclatura empleada por las principales agencias de *rating* para deuda *Speculative Grade*

Number	Definition	Moody's	S&P	Fitch
Speculative Grade				
5,0	Speculative	Ba1	BB+	BB+
4,5		Ba2	BB	BB
4,0		Ba3	BB-	BB-
3,5	Highly speculative	B1	B+	B+
3,0		B2	B	B
2,5		B3	B-	B-
2,0	Substantial risk	Caa1	CCC+	CCC+
1,5	In poor standing	Caa2	CCC	CCC
1,0		Caa3	CCC-	CCC-
0,5		Extreme speculative	Ca	CC
0,0	Maybe in or extremely close to default	C	C+, C, C-	C+, C, C-
0,0	Default		D	D

Fuente: Elaboración propia a partir de Multiple-markets.com

Y como último aspecto destacable, aunque el enfoque *value* se caracteriza por no prestar demasiada atención a los datos macro, hemos querido apoyar nuestras decisiones de inversión teniendo muy en cuenta el análisis del ciclo económico en el que se encuentra la economía en cada momento.

4.3. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

Después del apartado anterior en que se explica la política de inversión *value*, es bastante predecible que de todas las estrategias de inversión posible, la más adecuada parece la de *Buy & Hold* (comprar y mantener), pues es la consecuencia lógica de haber elegido valores de compañías por sus buenos fundamentales y por creer que tienen un gran potencial de revalorización en el medio-largo plazo.

Esta estrategia se basa en múltiples estudios que ponen de manifiesto que la renta variable es el activo que mejor se comporta en el largo plazo siempre y cuando el grado de diversificación sea el adecuado (Urra y Zotes, 2010). También considera de suma importancia el hecho de que si no se mantiene la posición inicial y se modifica prematuramente, puede que se dejen escapar días de mercado alcista, y algunos estudios afirman que si se pierden los tres mejores días de subida del mercado, la rentabilidad de una cartera de renta variable puede caer demasiado. Tampoco podemos dejar de hacer mención al importante ahorro en comisiones que supone el hecho de mantener los valores en cartera.

Otro de los puntos fuertes de este tipo de estrategia y por la que muchos gestores la han hecho suya en los últimos tiempos es el cobro de dividendos, pues eligiendo formar una cartera fruto del *value investing* y gestión *Buy & Hold*, se pueden obtener muy buenas

rentabilidades solamente con el cobro de los dividendos entregados por las compañías, con la tranquilidad de que al mismo tiempo probablemente los valores en cartera se estén revalorizando o cuando menos estén haciendo una gestión adecuada de su negocio.

No obstante, es importante destacar algunos aspectos de nuestra estrategia de inversión, como que no hemos elegido el *Buy & Hold* más puro y radical, en el que prácticamente uno elige los valores y se dedica a esperar que los mismos suban como predicen los estudios previos realizados. En su lugar, nos hemos decantado por una vertiente más flexible, que aun siguiendo la máxima de comprar y mantener, confía en una gestión activa y dinámica de la cartera, con un estudio de la evolución de los valores a todos los niveles, incluyendo el análisis técnico, para valorar en un momento dado si alguno de los valores parece haber agotado su potencial alcista y poder deshacer posiciones, dando entrada a otros valores con más recorrido alcista, valores que siempre tenemos en estudio esperando el momento adecuado para ser incluidos en cartera. De esta forma, nuestra estrategia de inversión puede clasificarse como el conocido *Buy & Hold & Rebalancing*.

Dos son los motivos fundamentales por los que no hemos elegido la estrategia más purista. Primero, es una estrategia que funciona muy bien cuando nos encontramos ante un mercado alcista, pero que cuando el mercado se torna bajista conlleva una carga psicológica muy importante y reduce drásticamente el valor y la posible liquidez de la cartera. Como afirma Warren Buffett “Si no puede ver caer un 50% su inversión sin pánico, no invierta en bolsa”. Y segundo, la constitución del fondo de inversión es para nosotros una oportunidad de aprender la dinámica de los mercados financieros; por ello una gestión más activa nos permite aprender cosas nuevas cada vez que pensamos en equilibrar nuestra cartera. Así, aunqueelijamos valores en los que realmente confiamos a largo plazo por lo sólido de su negocio, no dudamos en darles salida de nuestra cartera si es necesario, pues son muchos los valores que ofrece el mercado global, con un acceso casi ilimitado a cualquier mercado del mundo gracias a herramientas como los bróker online.

Llegados a este punto, nos gustaría dedicar unas líneas a Warren Buffett, uno de los principales gurús que aplica esta estrategia a través de su conocido vehículo de inversión Berkshire Hathaway. Hace unas pocas semanas se cumplieron 50 años del citado vehículo de inversión, y como muestra la tabla siguiente, con una revalorización de 1.826.163 %, una persona que hubiera invertido 100 dólares en sus inicios tendría ahora el equivalente a más de 1,8 millones de dólares.

Ilustración 1 - Berkshire's Performance vs. the S&P 500

Year	Annual Percentage Change		
	in Per-Share Book Value of Berkshire	in Per-Share Market Value of Berkshire	in S&P 500 with Dividends Included
1965	23.8	49.5	10.0
1966	20.3	(3.4)	(11.7)
1967	11.0	13.3	30.9
1968	19.0	77.8	11.0
1969	16.2	19.4	(8.4)
1970	12.0	(4.6)	3.9
1971	16.4	80.5	14.6
1972	21.7	8.1	18.9
1973	4.7	(2.5)	(14.8)
1974	5.5	(48.7)	(26.4)
1975	21.9	2.5	37.2
1976	59.3	129.3	23.6
1977	31.9	46.8	(7.4)
1978	24.0	14.5	6.4
1979	35.7	102.5	18.2
1980	19.3	32.8	32.3
1981	31.4	31.8	(5.0)
1982	40.0	38.4	21.4
1983	32.3	69.0	22.4
1984	13.6	(2.7)	6.1
1985	48.2	93.7	31.6
1986	26.1	14.2	18.6
1987	19.5	4.6	5.1
1988	20.1	59.3	16.6
1989	44.4	84.6	31.7
1990	7.4	(23.1)	(3.1)
1991	39.6	35.6	30.5
1992	20.3	29.8	7.6
1993	14.3	38.9	10.1
1994	13.9	25.0	1.3
1995	43.1	57.4	37.6
1996	31.8	6.2	23.0
1997	34.1	34.9	33.4
1998	48.3	52.2	28.6
1999	0.5	(19.9)	21.0
2000	6.5	26.6	(9.1)
2001	(6.2)	6.5	(11.9)
2002	10.0	(3.8)	(22.1)
2003	21.0	15.8	28.7
2004	10.5	4.3	10.9
2005	6.4	0.8	4.9
2006	18.4	24.1	15.8
2007	11.0	28.7	5.5
2008	(9.6)	(31.8)	(37.0)
2009	19.8	2.7	26.5
2010	13.0	21.4	15.1
2011	4.6	(4.7)	2.1
2012	14.4	16.8	16.0
2013	18.2	32.7	32.4
2014	8.3	27.0	13.7
Compounded Annual Gain – 1965-2014	19.4%	21.6%	9.9%
Overall Gain – 1964-2014	751,113%	1,826,163%	11,196%

Notes: Data are for calendar years with these exceptions: 1965 and 1966, year ended 9/30; 1967, 15 months ended 12/31. Starting in 1979, accounting rules required insurance companies to value the equity securities they hold at market rather than at the lower of cost or market, which was previously the requirement. In this table, Berkshire's results through 1978 have been restated to conform to the changed rules. In all other respects, the results are calculated using the numbers originally reported. The S&P 500 numbers are pre-tax whereas the Berkshire numbers are after-tax. If a corporation such as Berkshire were simply to have owned the S&P 500 and accrued the appropriate taxes, its results would have lagged the S&P 500 in years when that index showed a positive return, but would have exceeded the S&P 500 in years when the index showed a negative return. Over the years, the tax costs would have caused the aggregate lag to be substantial.

Fuente: Berkshire Hathaway - Carta anual a los accionistas

A la vista de los resultados mostrados en la tabla anterior, es fácil entender por qué tantos inversores y gestores de fondos se deciden cada vez más por estrategias *value investing* para la gestión de sus carteras.

4.4. POLÍTICA DE INVERSIÓN

Para lograr los objetivos de rentabilidad y riesgo moderado del fondo se ha decidido optar por un Fondo de Inversión Mixto, con la intención de combinar riesgo y rentabilidad en las proporciones adecuadas. Este tipo de fondos suponen una alternativa realmente interesante para aquellos particulares que disponen de un patrimonio reducido y quieren

acceder a los beneficios de la diversificación, ya que, invirtiendo en un solo producto, logran posicionarse en renta fija y en renta variable.

Tras perfilar la primera característica del fondo –fondo de inversión mixto–, el siguiente paso consiste en determinar cómo repartir el patrimonio del mismo para terminar de definirlo. Para ello, se valoraron las dos grandes categorías:

- Fondos mixtos de renta fija, con una exposición a renta variable inferior al 30%.
- Fondos mixtos de renta variable, con una exposición a renta variable entre el 30% y el 75%.

Lo primero que se ha de tener claro es para qué queremos constituir el fondo: para que los inversores puedan diversificar sus carteras y protegerla de la volatilidad de la renta variable pura y así obtener una óptima rentabilización de sus ahorros. Los bajos tipos de interés que actualmente viven los mercados, así como las oscilaciones en renta fija, pueden forzar al fondo a renovar la cartera a tipos muchos más bajos.

El segundo aspecto lo constituye la composición de la cartera. La elección de los valores tanto de renta variable como de renta fija corporativa y soberana, seguirán los criterios *value investing* explicados en el apartado 3.4. “Estrategia de inversión”.

El tercer y último aspecto a valorar es el ciclo económico en el que se encuentre la economía en cada momento. El anuncio a principios de año del BCE de la puesta en circulación de 1,14 billones de euros o el precio oficial del dinero en mínimos históricos haciendo que el rendimiento de los bonos haya tocado tipos negativo o la necesaria valoración de la inflación para no perder poder adquisitivo, son ejemplos de situaciones que no perdemos de vista.

Tras lo anteriormente descrito y en base a nuestros objetivos, finalmente nos decantamos por definirlo como **Fondo Mixto de Renta Variable e Internacional**, esto nos permite suficiente libertad en la gestión, pudiendo llegar hasta el 75% de valores de la cartera en renta variable, aprovechándonos de buenos momentos como los que han pasado las bolsas europeas hasta hace unas semanas y, si es necesario, deshacer posiciones y movernos a mayores proporciones en renta fija o a otras geografías cuando los mercados cercanos se ponen bajistas

El Fondo invertirá principalmente en valores de emisores de la zona Euro, Estados Unidos, Japón, Suiza, Gran Bretaña y demás países de la OCDE. El fondo podrá invertir hasta un 10% de la exposición total en países emergentes. Así pues, el fondo podrá asumir riesgo de inversión inherente a los mercados emergentes o a divisas distintas de euro. El fondo no tendrá predeterminación alguna respecto a la capitalización de las empresas en las que invierta, pudiendo hacerlo en empresas tanto de capitalización alta como media o baja.

La exposición mínima a Renta Fija será del 25% de la exposición total y se alcanzará invirtiendo a través de estrategias *Buy & Hold* tanto en deuda soberana como en corporativa con grado de inversión *Investment Grade*, es decir, no especulativa.

La exposición máxima a instrumentos derivados será como máximo el importe del patrimonio neto. Se podrá operar con instrumentos financieros derivados negociados en mercados organizados de derivados con la finalidad de cobertura. Esta operativa

comporta riesgos por la posibilidad de que la cobertura no sea perfecta y por el apalancamiento que conllevan.

Se podrá invertir en otras Instituciones de Inversión Colectiva, vía que elegimos para adentrarnos en mercados menos conocidos para nosotros de la mano de gestores con un histórico que les avala, eso sí, con cuidado de que estas posiciones no superen más del 10% del patrimonio de nuestro fondo, pues en ese caso, y como limita la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, cerraríamos la puerta a que otros fondos tomen posiciones en el nuestro.

Se permitirán situaciones transitorias de menos riesgo de la cartera, sin que ello suponga una modificación de la vocación inversora.

5. ASSET ALLOCATION

Antes de explicar la metodología empleada en el Fondo ULL Global Value FI en la selección de activos que se incorporan en cartera, vamos a introducir algunos conceptos necesarios para la explicación del proceso.

5.1. CONSTRUIR LA CARTERA

5.1.1. Tipologías de construcción de carteras

A la hora de construir una cartera, muchos inversores particulares se centran en elegir valores ya maduros o seguros. Sin embargo, una óptima construcción de la cartera debe centrar su estructura en la búsqueda de oportunidades dentro de un nivel de riesgo aceptable.

Los inversores profesionales y privados a menudo se dedican a la construcción de las carteras de inversión de diferentes maneras. La forma más sencilla de describir estos enfoques es el *bottom-up* y el *top-down*.

Bottom-up investing

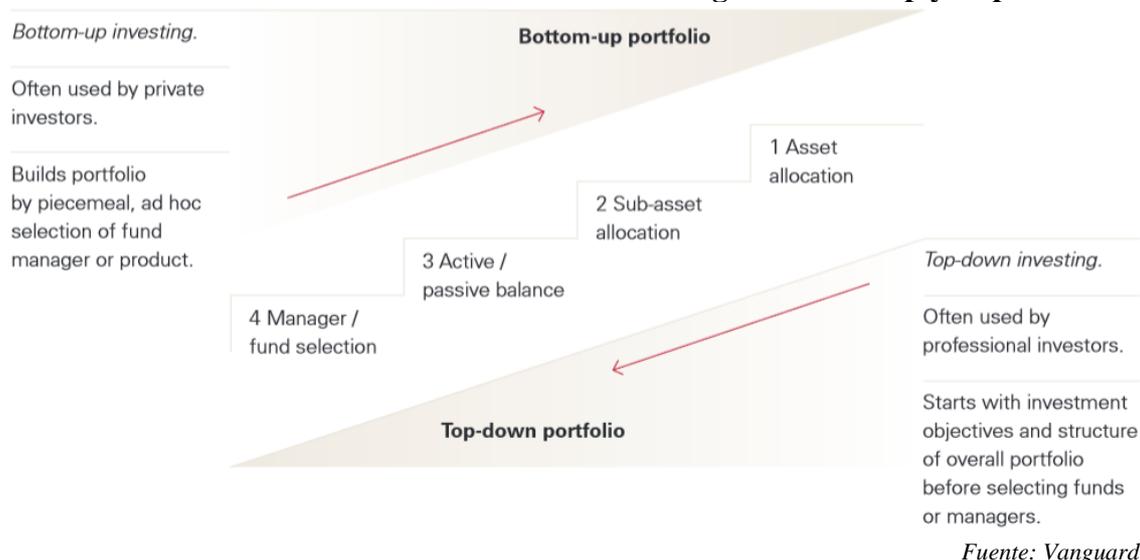
Este tipo de inversiones es a menudo utilizado por inversores privados individuales. Suele comenzar con la elección de un gestor o fondo que les gusta, sin tener en cuenta la diversificación. Este enfoque ad hoc no tiene en cuenta el objetivo del inversor o el perfil de riesgo. Además, los estudios han señalado que estos inversores buscan los fondos con mayores rendimientos cuando estos ya han sido alcanzados, lo que lleva a muchos a perder dinero por comprar en máximos y tener que vender con pérdidas.

Top-down investing

En comparación, los inversores profesionales comienzan analizando su perfil de riesgo y establecen la inversión necesaria que maximice sus expectativas. A continuación, a través de una serie de etapas, establecen la creación de un marco para decidir qué tipo de inversiones son las que necesitan. Sólo entonces, eligen fondos de inversión individuales u otro tipo de activos.

En estas situaciones, la cartera se planifica en función de la tolerancia al riesgo y a los objetivos de inversión, lo que dota de una mejor oportunidad para alcanzar sus objetivos dentro de un nivel de riesgo en el cual el inversor se siente cómodo.

Ilustración 2 - Proceso de inversión de las estrategias Bottom-up y Top-down



5.1.2. Nuestra metodología

En el Fondo ULL Global Value FI, se emplea un *mix* de ambas estrategias que varía en función de cada activo.

La estrategia del Fondo adopta un enfoque *bottom-up* en la búsqueda de los valores apropiados, a través del cual se obtiene la máxima generación de alfa, pero siempre aplicando una capa cualitativa de *top-down*, lo que permite evitar situaciones en las que hay un claro conflicto entre factores económicos macro y micro.

La filosofía de inversión es de *stock picking*, identificando ideas de inversión. Haciendo uso de nuestros propios modelos, el proceso inversor parte de un análisis fundamental de la industria y la compañía, seguido de un análisis de valoración, para poder evaluar si el descuento frente a su valor intrínseco compensa o no un análisis en mayor profundidad. Una información que se complementa con valoraciones del equipo gestor, modelo de negocio y posicionamiento de la compañía en el mercado.

La cartera se construye ponderando de manera equitativa en todos los valores, a diferentes precios de entrada y salida, apoyándonos para ello en el análisis técnico de cada valor. Así, aunque un valor reciba el visto bueno de inversión se invertirá en él hasta que suceda una de las dos siguientes situaciones:

- Que sufra corrección en su cotización.
- Por tiempo, para el cual establecemos un periodo de 2 a 4 semanas en el que se deja madurar la cotización y afianzar su posición, evitando así entrar en situaciones de volatilidad de mercado.

Estas características son las que han permitido al Fondo esquivar y aprovechar determinadas fluctuaciones coyunturales, como puede ser la crisis de la deuda griega, las volatilidades en la renta fija, la caída en el precio de determinadas materias primas, etc.

Durante el proceso de inversión nos esforzamos en identificar y mitigar los riesgos para cualquier condición de mercado. Buscamos construir una cartera descontada en el que debido a la diversificación geográfica y sectorial, los activos son menos propensos a mostrar una alta correlación con el mercado. Asimismo, celebramos reuniones periódicas con el fin de volver a evaluar, vender o comprar valores y discutir la posición de efectivo actual, así como el sector y la ponderación geográfica.

5.2. SELECCIÓN DE VALORES

A la hora de afrontar el estudio de los posibles valores a incorporar en la cartera se hace un primer análisis, fundamentalmente contable, teniendo en cuenta también aspectos relativos a la dirección corporativa y a la cotización histórica.

El proceso comienza analizando las principales posiciones de holdings y fondos de inversión. Para el filtrado de valores, nos hacemos las siguientes preguntas:

- ¿Estamos a gusto con la cotización actual?
- ¿Nos gustan las valoraciones de las “Casas de *research*”?
- ¿Queremos ser dueño de los negocios subyacentes?
- ¿El Balance es sólido?
- ¿Está la empresa dirigida por un equipo gestor honesto y trabajador?
- ¿Tiene la empresa un equipo directivo con una integridad incuestionable?
- ¿Es sostenible y rentable el crecimiento de la empresa?
- ¿Es la situación política y económica apropiada?

Para este primer análisis hemos elaborado una herramienta que facilita mucho ese trabajo previo (véase ilustración 3), pues arroja una ficha empresarial en una hoja de Excel programada con PowerQuery, extrayendo así los principales datos de la compañía seleccionada, del código fuente de diversas webs de *research*: Bloomberg, Reuters, Yahoo Finance, Google Finance, etc., con simplemente introducir el *ticker*.

Ilustración 3 - Plantilla modelo de análisis previo aplicada a un caso real

Global Research

9 junio 2015

Bolsas Y Mercados Espanoles Socdad Hldg Financials, Financial & Commodity Market Operators

BUY

Key developments

Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. Pr
Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. Presents at Sandler O'Neill + Partners, L.P. Global Exchange And Brokerage Conference, Jun-04-2015 08:00 AM. Venue: Le Parker Meridien New York, New York, New York, United States. Speakers: Antonio Zoido, Chairman & CEO.

BME Announces Earnings Results for the First Quarter of 2015; Provides CapEx Guidance for
BME announced earnings results for the first quarter of 2015. For the quarter, the company reached EUR 47 million in net profit this quarter, 11.5% improvement against the first quarter of 2014, and that's 10% up against the fourth quarter of 2014. ROE improved 1.6% against previously reported performance. The quarter ended with EUR 43.6 million in revenues with an EBITDA of EUR 34.22 million, which is 7.7% up. It's been good in terms of volumes and sequential revenues as well there. For the year 2015, the company provided CapEx guidance

Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.,
Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A., Q1 2015 Earnings Call, Apr 30, 2015

Price target 38,00

Price 35,4

Potential upside 7,34%

Trading data and key metrics

52-wk range	27,25 - 43,5
Market cap. (MM)	2.960,41
Shares o/s (MM)	83,62
Avg. daily volume (MM)	0,37
Beta	0,89
Dividend	0,89
Dividend yield %	5,34
Ev / EBITDA	9,94
Net debt / EBITDA (2014)	-1,14

EPS

	2014	2015E	2016E
	1,97	2,17	2,29



Highlights (€m)	2012	2013	2014	2015	2016	Profitability / valuation	2012	2013	2014	2015	2016
Revenues	292,11	302,27	332,90	92,50	87,50	EBIT margin %	0,66	0,67	0,71	-	-
EBITDA	197,26	208,50	239,00	258,44	265,87	Financial leverage	88,66	99,21	81,04	-	-
Net earnings	135,55	143,12	164,92	181,31	192,20	EV / EBITDA	6,88x	9,94x	10,13x	10,64x	10,33x
EPS	1,62	1,71	1,98	2,17	2,29	P/E ratio	11,37x	16,16x	16,23x	16,76x	15,91x
DPS	1,67	1,65	1,89	2,03	2,18	FCF / Sales %	0,42	0,46	0,46	-	-
Net debt	-186,00	-240,34	-266,33	-293,45	-296,11	Dividend yield %	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06

Business profile

About the company

Bolsas y Mercados Espanoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros SA is a Spain-based company that manages and operates all securities markets and financial systems in Spain. The Company operates through seven segments: Equities which comprises electronic and pit trading of equity securities and the corresponding post-trade activities; Derivatives which provides trading, central counterparty clearing and settlement of derivatives; Fixed Income through which its offers trading of private and public listed fixed income securities; Clearing and Settlement engaged in the registration, clearing and settlement of equity and private and public fixed income security trades; Information comprises dissemination of information, primary and secondary sources; Listing which provides issuer services via initial listings and ongoing listing fees; and Information Technology (IT) & Consulting related to development and sale of software, global access services, consultancy and training.

Key executives

Name	Title
Antonio J. Zoido Martí	Chairman, Chief Executive Officer
Javier Hernani Burzako	Finance Director, General Manager
Ramón Adarraga Morales	Head of Information, IT & Consult
Marta Bartolomé	Head of Budget Control Department
Francisco de Oña Navar	Head of Fixed Income & Clearing,
Jaime Aguilar Fernández	Director of Legal Council, Legal
José Massa Gutiérrez	Head of Settlement & Registrar
Joan Hortalá i Arau	Executive Director and Chairman o
Antonio Giralt Serra	Head of Listing, Member of Coordi

Fuente: Elaboración propia

6. CONTROL Y SEGUIMIENTO DE LA CARTERA

6.1. HERRAMIENTAS UTILIZADAS

Para medir la evolución y el valor de la cartera en cada momento, hemos diseñado una herramienta de seguimiento que calcula la posición global del fondo a partir de las cotizaciones reales, consultadas con un retraso de 15 minutos respecto al tiempo real, basado en una hoja Excel donde se obtienen los datos de manera completamente autónoma (ver siguiente imagen).

Ilustración 4 - Cartera de valores del Fondo ULL GLOBAL VALUE FI ULL Global Value FI

Nombre:	ULL Global Value FI	Fecha de valoración:	10/06/2015
Tipo de fondo:	Renta Variable Mixto Global	Fecha de inicio:	27/01/2015
Vehículo legal:	Fondo de inversión	Perfil de riesgo:	Moderado
ISIN:	ES3800227829	Horizonte temporal:	3 años
Divisa:	EUR	Sociedad gestora:	ULL
País:	España	Entidad depositaria:	UBS

Capital administrado:	11.305.862,67 €	Nº participaciones iniciales:	100.000,00
Capital a invertir:	10.000.000,00 €	VAN inicial:	100,00 €
Capital invertido:	7.737.631,39 €	Nº participaciones actuales:	
Caja:	2.262.368,61 €	VAN actual:	113,06 €

Rentabilidad anualizada cartera: **39,73%**

Cotización

EUR/USD 1,12948

EUR/JPY 138,69

Rentabilidad acumulada cartera: **13,07%**

OPERACIONES CERRADAS

	Nº Títulos	Importe compra (FIFO)	Importe venta	Fecha venta	B/P*	Rent. %	Rent. anualizada
Altia Consultores SA	3.929,00	38.543,49€	40.861,60€	31/03/2015	2.318,11€	6,01%	44,42%
Altia Consultores SA	4.365,00	42.820,65€	45.003,15€	30/03/2015	2.182,50€	5,10%	36,73%
Gifols SA	935	34.127,50€	37.437,40€	30/03/2015	3.309,90€	9,70%	82,82%
Altia Consultores SA	4.850,00	47.578,50€	49.955,00€	27/03/2015	2.376,50€	4,99%	38,19%
Almirall SA	1.867,00	25.764,60€	31.589,64€	27/03/2015	5.825,04€	22,61%	1094,01%
Altia Consultores SA	5.389,00	52.866,09€	56.692,28€	23/03/2015	3.826,19€	7,24%	64,89%
Gifols SA	1.038,00	37.887,00€	42.122,04€	23/03/2015	4.235,04€	11,18%	120,19%
Siemens AG	1.552,00	154.936,16€	162.649,60€	17/03/2015	7.713,44€	4,98%	45,84%
Western Digital Corp	868	74.953,87€	81.619,99€	3/03/2015	6.666,12€	8,89%	143,15%
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	12.917,00	74.983,19€	86.931,41€	3/03/2015	11.948,23€	15,93%	367,36%
Broadcom Corp CORP-CL A	2.050,00	74.957,54€	82.953,15€	3/03/2015	7.995,60€	10,67%	187,77%
Johnson & Johnson	1.420,00	125.027,84€	129.440,46€	3/03/2015	4.412,62€	3,53%	216,10%
Tecnicas Reunidas SA	3.622,00	124.995,22€	135.408,47€	9/02/2015	10.413,25€	8,33%	845,67%
International Consolidated Airlines Group SA	66.872,00	499867,52	534.976,00 €	28/05/2015	35.108,48 €	7,02%	27,30%
TOTAL		1.409.309,17€	1.517.640,19€		108.331,02€	9,01%	236,75%

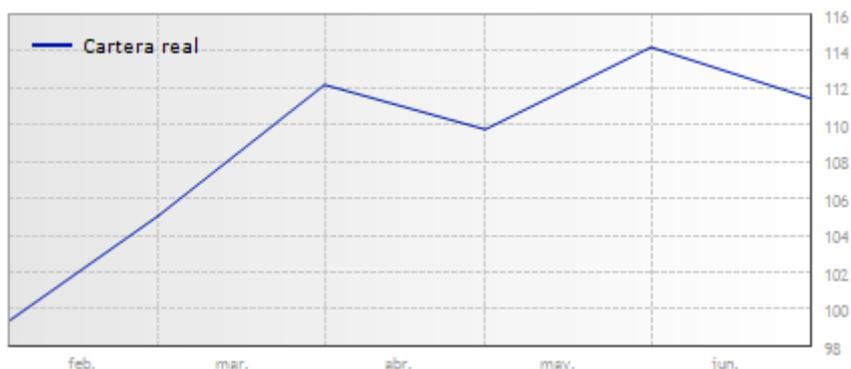
POSICIONES ABIERTAS

	PAÍS	DIVISA	Nº TÍTULOS	PROMEDIO ENTRADA	IMPORTE COMPRA	ÚLTIMO PRECIO	% DÍA	% RENT. TOTAL	DIVIDENDOS
EQUITY									
SHARES									
Almirall SA	España	EUR	16.805,00	13,40 €	249.981,60 €	18,28	-0,76	36,42%	
Altia Consultores SA	España	EUR	35.360,00	9,31 €	499.997,24 €	10,2	0	9,62%	5.658,20 €
Baron de Ley SA	España	EUR	3.381,00	73,95 €	250.024,95 €	86,6	-0,4	17,11%	
Berkshire Hathaway Inc	EE UU	USD	2.871,00	\$148,19	375.909,00 €	139,6	0,06	-5,79%	
Bolsas y Mercados Españoles	España	EUR	6.785,00	36,85 €	250.027,25 €	35,4	0	-3,93%	6.038,65 €
Broadcom Corp	EE UU	USD	6.836,00	\$41,34	249.955,99 €	53,55	0,58	29,54%	1.755,97 €
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	España	EUR	30.142,00	5,81 €	250.172,79 €	6,92	-0,25	19,10%	
Gifols SA	España	EUR	8.411,00	35,93 €	374.986,10 €	35,22	1,47	-1,98%	2.482,01 €
Miquel y Costas & Miquel SA	España	EUR	8.443,00	29,61 €	249.997,23 €	33,35	-1,77	12,63%	1.182,02 €
Siemens AG	Alemania	EUR	3.623,00	96,72 €	499.979,92 €	93,55	-0,85	-3,27%	8.263,20 €
Técnicas Reunidas SA	España	EUR	7.046,00	35,51 €	374.966,44 €	45,84	-0,07	29,11%	
Western Digital Corp	EE UU	USD	2.127,00	\$94,51	258.484,42 €	92,04	-0,6	-2,61%	1.090,80 €
Aceinox SA	España	EUR	9.571,00	13,06 €	124.997,26 €	13,91	2,28	6,51%	
Delta Air Lines Inc	EE UU	USD	3.113,00	\$45,03	124.991,88 €	40,71	-0,1	-9,59%	280,17 €
Twenty-First Century Fox Inc	EE UU	USD	4.063,00	\$34,50	124.987,52 €	32,81	-0,8	-4,90%	
Walt Disney Co	EE UU	USD	1.268,00	\$110,52	124.957,08 €	108,52	-0,7	-1,81%	
Apple Inc	EE UU	USD	1.087,00	\$128,95	124.983,19 €	127,42	-0,3	-1,19%	565,24 €
Mitsuba Corp	Japón	JPY	6.700,00	¥2.486	124.990,24 €	3.430,00	0,58	37,97%	
Mitsubishi Corp	Japón	EUR	6.434,00	19,18 €	123.404,12 €	19,4	-1,87	1,15%	
Merck & Co Inc	EE UU	USD	2.342,00	\$59,86	125.004,12 €	58,82	-0,08	-1,74%	
FONDOS DE INVERSIÓN									
Candriam Equities L Biotechnology N Acc USD	Luxemburgo	USD	562,00	\$402,04	199.846,52 €	437,34	0,00	8,78%	
JPMorgan Funds - Global Healthcare B (acc) - UE	Luxemburgo	USD	714,00	\$316,89	200.123,35 €	341,13	-0,7	7,65%	
Metavalor Internacional FI	España	EUR	6.932,00	50,74 €	351.729,68 €	57,57	0,70	13,46%	
FIXED INCOME									
CORPORATE BONDS									
Commerzbank 09	Alemania	EUR	3.992,00	100,20 €	399.998,40 €	100	0,000	-0,20%	
Abengoa Fin. 13/1	España	EUR	3.921,00	102,04 €	400.098,84 €	105,375	0,119	3,27%	
JPMorgan Ch.BK N	EE UU	EUR	3.833,00	104,35 €	399.973,55 €	105,125	0,119	0,74%	
Best Buy Co. 2021	EE UU	USD	4.367,00	\$103,57	400.044,39 €	105,215	-0,171	1,59%	
Kellogg Co. 10/20	EE UU	USD	4.300,00	\$105,20	400.106,14 €	105,52	0,100	0,30%	
GOVERNMENT BONDS									
US Treasury 10Y	EE UU	USD	1.070,00	\$107,72	102.912,18 €	108,97	0,23	1,16%	
TOTAL			196.099,00		7.737.631,39 €				27.316,26 €

Fuente: Elaboración propia

Para medir gráficamente la evolución de la cartera, usamos las herramientas de gestión de carteras que ofrecen diferentes webs. Para la renta variable obtenemos los datos de diversas webs: Visual Economy, Reuters, Morningstar e Impok; mientras que para la renta fija hacemos uso de Börse Frankfurt.

Ilustración 5 - Evolución Year to Date (YTD) de la Renta Variable en el Fondo ULL GLOBAL VALUE FI



Fuente: Visual Economy

Ilustración 6 - Evolución YTD de la Renta Fija del Fondo ULL GLOBAL VALUE FI



Fuente: Börse Frankfurt

6.2. ANÁLISIS Y PERSPECTIVAS DE INVERSIÓN

El Fondo ULL Global Value FI se ha revalorizado un 13,07% desde el inicio de su cotización, el 27 de enero, hasta el 10 de junio de 2015.

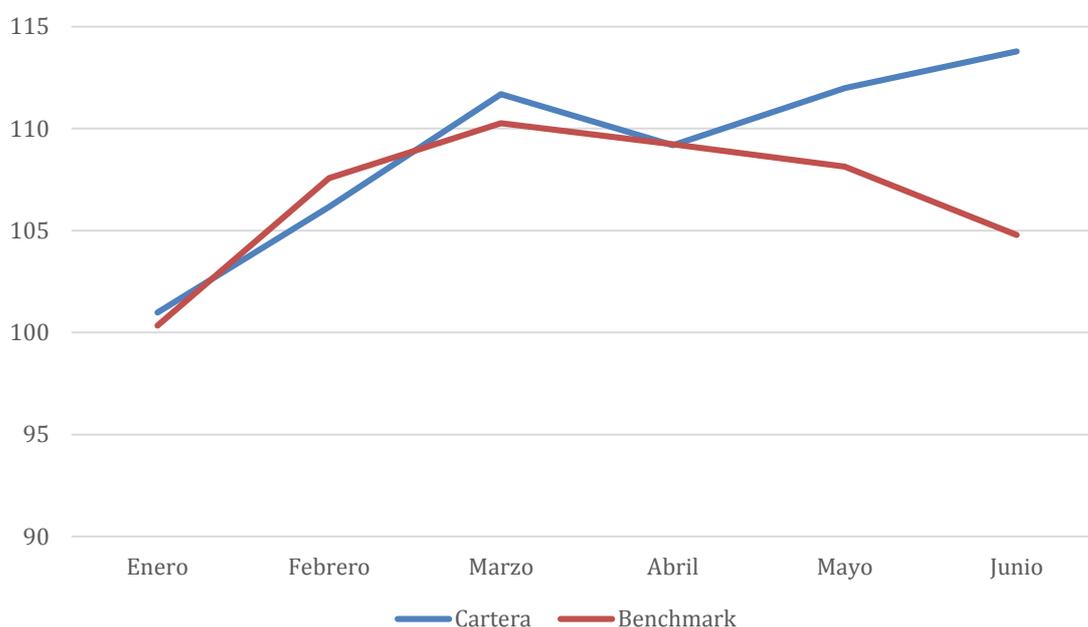
El componente de renta fija subió un 1,5%. El primer trimestre resultó favorable para los mercados de renta fija, no así el segundo, donde los mercados de deuda pública ya muestran signos de agotamiento.

Nuestra estrategia de *Buy & Hold* en renta fija, nos ha permitido sacar provecho de las fuertes fluctuaciones vividas en el bono americano, donde nos hemos logrado posicionar finalmente tras tres meses de debate. Sin embargo, el perfil de riesgo/rentabilidad de estas

inversiones sigue siendo insuficiente, por lo que optaremos por tomar posiciones a medida que aparezcan oportunidades en sus *tires*.

En cambio, en el mercado de renta variable adoptamos una posición más confiada y consideramos a los periodos de correcciones como oportunidades de entrada. La exposición actual en renta variable del fondo ronda el 56% de los activos totales, ya que la determinación del Banco Central Europeo con la implantación del QE, ha afectado positivamente a las bolsas reduciendo las presiones inflacionistas que tanto inquietaban meses anteriores. El papel activo que ha tomado el BCE genera optimismo en cuanto al crecimiento de la economía se refiere, y ofrece a la economía mundial la posibilidad de absorber el impacto que derivará la esperada subida de tipos en Estados Unidos.

Gráfico 4 - Comparativa del Fondo ULL GLOBAL VALUE FI con un *Benchmark*³



Fuente: Elaboración propia

Divisas y activos líquidos

Desde inicios de 2015, el euro se ha depreciado un 7% frente al dólar y al yen y un 5,5% frente a la libra esterlina.

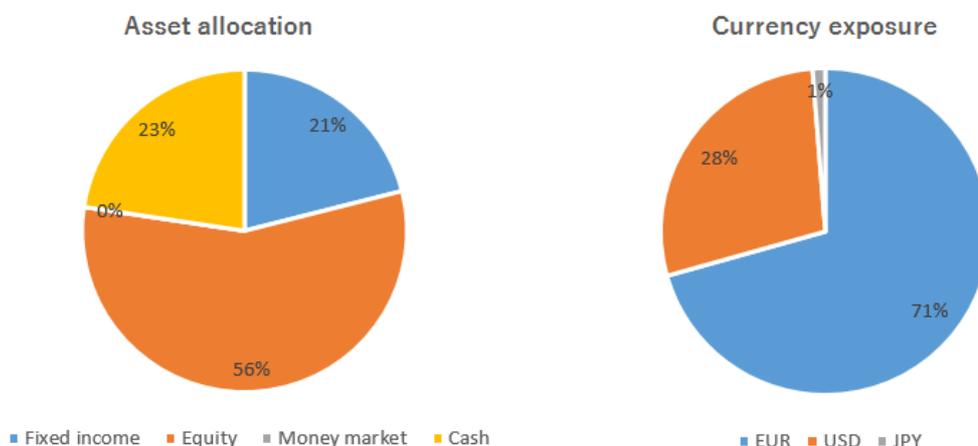
En la etapa previa a la cotización del Fondo, tras un análisis macroeconómico, llegamos al consenso de que una apreciación del dólar respecto al euro era más que probable por lo que suponía una buena oportunidad para obtener rentabilidades vía divisa en aquellos valores cuyas cuentas tuvieran una elevada exposición al dólar. Durante los próximos meses, su potencial de apreciación dependerá más de las perspectivas de la política monetaria estadounidense. En su última reunión, la Reserva Federal eliminó cualquier compromiso futuro de subida de tipos y vinculó sus decisiones a los datos económicos. El BCE, por su parte, puso en marcha su programa de compra de activos el 9 de marzo, a un ritmo mensual de 60.000 millones de euros. Además, la demanda de su último

³ El Benchmark seleccionado es el RV Zona Euro PP. Se utiliza a efectos prácticos para facilitar la comprensión de la evolución del Fondo ULL Global Value FI.

programa de refinanciación con objetivo específico (TLTRO) aumentó e hizo subir el excedente de liquidez del BCE a 230.000 millones de euros: el nivel más elevado desde septiembre de 2013. Este exceso de liquidez presionó al Eonia hasta llevarlo a terreno negativo, lo que lastró el euro. En este momento, el dólar está por encima de su valor teórico, pero con un grado muy alto de volatilidad en el tipo de cambio respecto al euro. Por ello, en el próximo trimestre tomaremos posiciones defensivas mediante el uso de instrumentos de derivados con finalidad de cobertura como acción defensiva ante una posible depreciación.

Gráfico 5 - Tipología de activos y exposición a divisas

PORTFOLIO ANALYSIS



Fuente: Elaboración propia

Entramos por primera vez en deuda pública

Durante el primer trimestre, los tipos de interés estadounidenses a diez años cayeron del 2,17% al 1,92% en un contexto de ralentización económica. La Reserva Federal (Fed) pretende continuar en la senda de la normalización monetaria a medida que se vaya acercando a su doble objetivo de pleno empleo y de estabilidad de precios (inflación próxima al 2%). Hemos comenzado a apostar por la deuda pública estadounidense ya que consideramos que la Fed y el Banco de Inglaterra (BoE) podrían adoptar sendas subidas de tipos en el último trimestre de este año, pero no descartamos la posibilidad de que se pospongan hasta 2016. Cuando la Fed adopte su primera subida es posible que el USD se aprecie hasta la paridad, momento en el cual, a priori aprovecharíamos para recoger beneficios.

Mirando al futuro

La puesta en marcha del programa de compra de deuda por parte del BCE constituye un factor de respaldo muy relevante para el mercado. Tras la reducción de las primas de riesgo periféricas y el estrechamiento de diferenciales de la deuda corporativa, el efecto positivo del QE se seguirá extendiendo a las bolsas, favorecidas por unos tipos de interés extraordinariamente bajos y la abundante liquidez. El contexto de mercado es más resistente a los factores de riesgo, por lo que seguimos apostando por la renta variable. La caída del precio del petróleo y la depreciación del euro favorecen especialmente a Europa, que se convierte en nuestra área geográfica preferida.

Por último, consideramos que sectores cíclicos como industriales, consumo y financieras, junto con aquellos beneficiados por el petróleo barato (aerolíneas) ofrecen las mayores oportunidades.

7. CONCLUSIONES ALCANZADAS

Tras más de un año planificando y diseñando el fondo de inversión objeto de este trabajo nos atrevemos a concluir que los fondos de inversión son una herramienta de inversión que resulta de interés para cualquier tipo de inversor, pues no es difícil encontrar en el mercado actual uno que se adapte a la combinación de exigencias que pueda tener cualquier cliente, ya estemos hablando de proporciones renta fija-renta variable, nivel de riesgo asumido, zona geográfica, tipo de empresas, etc. Para apoyar esta conclusión es importante hacer mención también a los tipos de interés bajo mínimos de los depósitos bancarios y la renta fija soberana en tipos incluso negativos.

La contratación de un fondo de inversión, lleva aparejada el cobro de ciertas comisiones, como se ha explicado anteriormente, y después de esta experiencia llevada a cabo, podemos concluir que, al menos, la comisión relativa a gestión, está más que justificada. La labor de investigación de empresas, información financiera en prensa, análisis de sus cuentas anuales, informes de auditoría, seguimiento de su evolución histórica en bolsa, es una tarea tediosa y conlleva muchas horas de trabajo, y más aún en un fondo de inversión real, en el que el número de valores que lo componen suele ser bastante superior al aquí presentado.

Otra conclusión importante que hemos obtenido durante la gestión del fondo es ser consciente de la importancia de estar protegido ante las posibles variaciones en el tipo de cambio de las divisas cuando decides invertir parte de tu cartera en valores diferentes a tu moneda habitual, en nuestro caso hemos tenido la suerte de que nuestra experiencia ha coincidido con una de la mayores depreciaciones históricas del euro respecto al dólar, que en nuestro caso ha jugado a nuestro favor pues entramos en valores nominados en dólares cuando su apreciación aún no había tocado techo, pero advirtiéndonos de la importancia de usar la cobertura del tipo de cambio para protegernos de este tipo de vicisitudes.

Como conclusión final nos enorgullece decir que los conocimientos adquiridos durante la carrera y alguno más adquirido por nuestra cuenta sobre la base de los anteriores, han sido suficientes para iniciarnos en el desarrollo de una gestión activa de carteras.

8. BIBLIOGRAFÍA

BLOOMBERG (2015): “Mutual Funds Screener”. Recuperado de: <http://www.bloomberg.com/markets/mutual-funds/>

CNMV: “Memoria anual 2014”.

FABOZZI, MARKOWITZ (2011): "The theory and practice of investment management". Estados Unidos. Wiley

FERNÁNDEZ, PABLO (2013): "Valoración de empresas y sentido común". Recuperado de: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2202141

GALLARDO, ANTONIO (2014): “Los Fondos de Inversión que Triunfan en 2014”. Recuperado de: <http://www.expansion.com/2014/03/28/midinerofondos/1396023124.html>

GARCÍA CARNERO, F. (2003), “Las Instituciones de Inversión Colectiva en España desde una perspectiva histórica”. Asociación Española de Historia Económica. Recuperado de: <http://www.aehe.net/2006/12/dt-aehe-0301.pdf>

HUKY, G. (2015): “Carta de Warren Buffet a sus Accionistas en el 50 Aniversario de Berkshire Hathaway”. Recuperado de: <http://www.gurusblog.com/archives/carta-de-warren-buffett-berkshire-hathaway/01/03/2015/>

INVERCO (2015): “Categorías de Fondos de Inversión”. Recuperado de <http://www.inverco.es/20/26/29>

LYNCH, PETER (1991): "One up on Wall Street". Alemania. Verlag Norbert Bartl.

MARCO CRESPO, R Y ORTIZ SERRANO (2006): “Los fondos de inversión a examen. Un análisis empírico con datos de panel”. Madrid. Visionnet.

MULTIPLE-MARKETS (2015): “The Ratings Table”. Recuperado de: <http://multiple-markets.com/3ratingschart.htm>

MURPHY, J. J. (1999): “Technical Analysis of the Financial Markets”. Nueva York. New York Institute of Finance.

PALOMO, R.J. Y MATEU, J.L (2004): “Productos Financieros y Operaciones de Inversión”. Madrid. Edita Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias.

ROJO RAMÍREZ, ALFONSO (2007): “Valoración de Empresas y Gestión Basada en Valor”. Madrid. Editorial Thomson.

RUIZ, S. Y MENDOZA, C. (2011): “Los Fondos de Inversión en España: Análisis de la Tipología, Técnicas de Gestión y Métodos de Inversión”. Madrid. Edita UAM.

SOLDEVILLA GARCÍA, EMILIO (1999): “Los Fondos de Inversión: Gestión y Valoración”. Madrid. Editorial Pirámide.

STATISTA (2015): “Number of Mutual Funds Worldwide from 2007-2004”. Recuperado de: <http://www.statista.com/statistics/278303/number-of-mutual-funds-worldwide/>

THOMSON REUTERS (2014): “Guía Financiera”. Navarra. Editorial Aranzadi.

URRA MAGALLÓN, I. Y ZOTES CIANCAS, G. (2010): “Estrategias Stock Picking”. Madrid. Revista Bolsa.

VANGUARD (2015): “Portfolio Construction: A Systematic Approach to Investing”. Recuperado de: <https://www.vanguard.co.uk/documents/portal/literature/portfolio-construction-guide.pdf>

9. ANEXOS

ANEXO 1. Reglamento de gestión del Fondo ULL GLOBAL VALUE FI (8 páginas)

ANEXO 2. *Reporting* de evolución del Fondo ULL GLOBAL VALUE FI (2 páginas)

ANEXO 1. REGLAMENTO DE GESTIÓN DEL FONDO ULL GLOBAL VALUE FI

CAPÍTULO I. DATOS GENERALES DEL FONDO

Artículo 1.- Denominación y régimen jurídico.

1. Con el nombre de ULL GLOBAL VALUE FI se constituye un Fondo de Inversión (en adelante el Fondo), el cual se registrará por el contenido del presente Reglamento de Gestión y, en su defecto, por la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante LIIC), por su Reglamento (en adelante RIIC), y por las demás disposiciones vigentes o que las sustituyan en el futuro.
2. El Fondo podrá crear compartimentos que se diferenciarán entre sí por su política de inversión.

Artículo 2.- Objeto y derechos de los partícipes.

1. El Fondo es una IIC configurada como patrimonio separado sin personalidad jurídica, perteneciente a una pluralidad de inversores cuya gestión y representación corresponde a una Sociedad Gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del Fondo, con el concurso de un Depositario y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos financieros, estableciéndose el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos.
2. La condición de partícipe, que se adquiere mediante la realización de la aportación al patrimonio común, confiere los derechos establecidos en la LIIC, en su normativa de desarrollo y en el presente Reglamento de Gestión. Como mínimo, el partícipe tendrá derecho a:
 - a) Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones, que se ejercerá sin deducción de comisión o gasto alguno en los supuestos establecidos en la LIIC.
 - b) Solicitar y obtener el traspaso de sus inversiones entre IIC, en los términos establecidos en la LIIC.
 - c) Obtener información completa, veraz, precisa y permanente sobre el Fondo, el valor de las participaciones así como sobre su posición en el Fondo.
 - d) Exigir responsabilidades a la Sociedad Gestora y al Depositario por el incumplimiento de sus obligaciones legales y reglamentarias.
 - e) Acudir al departamento de atención al cliente o al defensor del cliente, así como, en su caso, al Comisionado de Defensa del Inversor en los términos establecidos en la normativa específica sobre atención y defensa del cliente.

Artículo 3.- Duración.

El Fondo se constituye con una duración indefinida.

El comienzo de las operaciones tiene lugar en la fecha de inscripción en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

CAPÍTULO II. LA SOCIEDAD GESTORA Y EL DEPOSITARIO

Artículo 4.- Dirección, administración y representación del Fondo.

1. La Sociedad Gestora del Fondo es ULL, S.G.I.I.C., S.A.

Figura inscrita en el correspondiente registro de la CNMV con el número 333 y, en el caso de que la Sociedad Gestora haya sido autorizada en España, en el Registro Mercantil. Tiene su

domicilio social en MOLINOS DE AGUA, S/N, SAN CRISTÓBAL DE LA LAGUNA, SANTA CRUZ DE TENERIFE, 38200.

2. La dirección y administración del Fondo corresponde a la Sociedad Gestora quien, conforme a la legislación vigente y sujeta al cumplimiento de las funciones señaladas en la LIIC y en el RIIC, tendrá las más amplias facultades para la representación del Fondo sin que puedan impugnarse, en ningún caso, por defecto de facultades de administración y disposición los actos y contratos por ella realizados con terceros en el ejercicio de las atribuciones que, como Sociedad Gestora, le corresponde. La Sociedad Gestora actuará a través de sus apoderados conforme a las facultades concedidas a cada uno de ellos para representarla.

Artículo 5.- El Depositario.

1. El Depositario del Fondo es UBS BANK, S.A..

Se encuentra inscrito en el Registro Administrativo de Depositarios de Instituciones de Inversión Colectiva de la CNMV con el número 212 y en el Registro Mercantil. Tiene su domicilio social en CL. MARIA DE MOLINA, 4, MADRID, 28006.

2. El Depositario es responsable de la custodia de los valores mobiliarios, activos financieros y efectivo que integran el activo del Fondo, sin que esta responsabilidad se vea afectada por el hecho de que confíe a un tercero la administración de parte o de la totalidad de los valores cuya custodia tenga encomendada.

Asimismo le corresponde el ejercicio ante los partícipes de la supervisión y vigilancia de la gestión realizada por la Sociedad Gestora del Fondo y demás funciones previstas en la LIIC.

Artículo 6.- Comisiones y gastos.

1. La Sociedad Gestora y el Depositario podrán percibir del Fondo comisiones de gestión y depósito, respectivamente, y la Sociedad Gestora de los partícipes, comisiones de suscripción y reembolso; igualmente, podrán establecerse descuentos de suscripción y reembolso a favor del propio Fondo. La forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones en su caso, las comisiones efectivamente cobradas y la entidad beneficiaria de su cobro, se recogen en el folleto del Fondo.

Además, el Depositario podrá percibir del Fondo comisiones por la liquidación de operaciones, siempre que sean conformes con las normas reguladoras de las correspondientes tarifas.

2. Adicionalmente, el Fondo podrá soportar otros gastos que deberán responder a servicios efectivamente prestados al Fondo que resulten imprescindibles para el normal desenvolvimiento de su actividad, siempre que estén reflejados en el folleto.

3. Los gastos no atribuidos expresamente a ningún compartimento se distribuirán de forma proporcional a su patrimonio.

Artículo 7.- Sustitución de la Sociedad Gestora y del Depositario

La Sociedad Gestora o el Depositario podrán solicitar su sustitución cuando así lo estimen pertinente, mediante escrito presentado a la CNMV. A tal escrito se acompañará el de la nueva Sociedad Gestora o el nuevo Depositario, según proceda, en el que el sustituto se declare dispuesto a aceptar tal función, e interese la correspondiente autorización. Excepcionalmente, la CNMV podrá autorizar la sustitución de la Sociedad Gestora aun cuando sea solicitado unilateralmente por la Sociedad Gestora, e igualmente podrá autorizar la sustitución del Depositario aun cuando sea solicitada unilateralmente por el Depositario o, en su caso, por la

Sociedad Gestora. En ningún caso podrán la Sociedad Gestora y el Depositario renunciar al ejercicio de sus respectivas funciones mientras no se hayan cumplido todos los requisitos y trámites para la designación de sus sustitutos.

El procedimiento concursal de la Sociedad Gestora o del Depositario no producirá de derecho la disolución del Fondo, pero la Entidad afectada cesará en sus funciones, iniciándose los trámites para su sustitución. La CNMV podrá acordar la sustitución de la Sociedad Gestora aun cuando no sea solicitada por ésta.

En caso de cesación por cualquier causa de la Sociedad Gestora, la gestión del Fondo quedará encargada en forma automática y provisional al Depositario, a quien competará el ejercicio de todas las funciones propias de aquélla. Si en el plazo de un año no surgiera una nueva Sociedad Gestora inscrita en el Registro Administrativo y dispuesta a encargarse de la gestión, el Fondo quedará disuelto, abriéndose el período de liquidación. Si quien cesara en sus funciones fuera el Depositario, la CNMV dispondrá su sustitución por otra entidad habilitada para el ejercicio de dicha función. Si ello no fuera posible, la IIC quedará disuelta y se abrirá el periodo de liquidación. La liquidación se realizará por la Sociedad Gestora o el Depositario, según el caso, en la forma prevista en el presente Reglamento de Gestión.

La sustitución de la Sociedad Gestora o del Depositario del Fondo, así como los cambios que se produzcan en el control de estas entidades, conferirán a los partícipes un derecho al reembolso de sus participaciones en los términos establecidos en la LIIC y en el RIIC.

No obstante, no existirá derecho de separación ni derecho de información previa a la inscripción durante el plazo de 30 días naturales, en los casos de sustitución de la Sociedad Gestora o del Depositario siempre que la entidad sustituta sea del mismo grupo, o en los casos de fusión o creación de una Sociedad Gestora o Depositario del mismo grupo. En todo caso, se deberá acreditar una continuidad en la gestión en el momento de la solicitud de la autorización.

La sustitución del Depositario como consecuencia de operaciones societarias sobrevenidas o sujetas a la verificación por otros organismos, podrán inscribirse inmediatamente en la CNMV siempre que se cumpla con la obligación de la Sociedad Gestora de comunicar este cambio a los partícipes.

Se considerará que existe un cambio en el control de la Sociedad Gestora del Fondo cuando se acumule sobre una persona física o jurídica distinta a la que lo ostentara con anterioridad, el poder de decisión sobre dicha Sociedad.

La sustitución y el cambio en el control de la Sociedad Gestora a los que se refieren los párrafos precedentes deberán ser comunicados mediante hecho relevante a la CNMV.

CAPÍTULO III. LAS PARTICIPACIONES

Artículo 8.- Características básicas de las participaciones.

1. El patrimonio del Fondo está dividido en partes alícuotas, sin valor nominal, denominadas participaciones, que confieren a sus titulares en unión de los demás partícipes, un derecho de propiedad sobre aquél en los términos que lo regulan legal y contractualmente.

El valor de la participación será el resultado de dividir el patrimonio del Fondo por el número de participaciones en circulación. Cuando existan varias clases de participaciones el valor de cada clase de participación será el que resulte de dividir el valor de la parte del patrimonio del Fondo

correspondiente a dicha clase por el número de participaciones en circulación correspondiente a esa clase. A estos efectos, el valor del patrimonio del Fondo se determinará de acuerdo con las normas legales aplicables, salvo que el Fondo establezca otros criterios de valoración de sus activos, cuando así lo exijan las especialidades de las inversiones que se pretendan realizar, en los términos autorizados por la CNMV y recogidos en el folleto.

2. El número de participaciones no será limitado y su suscripción o reembolso dependerá de la demanda o de la oferta que de las mismas se haga. No obstante, la Sociedad Gestora se reserva el derecho de establecer un volumen máximo de participaciones propiedad de un mismo partícipe en los términos que se establezcan en el folleto.

La transmisión de las participaciones, la constitución de derechos limitados u otra clase de gravámenes y el ejercicio de los derechos inherentes a las mismas se registrará por lo dispuesto con carácter general para los valores negociables. La suscripción de participaciones implicará la aceptación por el partícipe del Reglamento por el que se rige el Fondo.

3. El patrimonio del Fondo se denomina en euros.

Artículo 9.- Forma de representación de las participaciones.

Las participaciones estarán representadas mediante certificados nominativos sin valor nominal que podrán documentar una o varias participaciones y a cuya expedición tendrán derecho los partícipes. En dichos certificados constará el número de orden, el número de participaciones que comprenden, la denominación del Fondo, Sociedad Gestora y Depositario y sus respectivos domicilios, así como los datos indicadores de la inscripción de ambos, en su caso, en el Registro Mercantil, la fecha de constitución del Fondo y los datos relativos a su inscripción en los Registros que procedan.

La Sociedad Gestora podrá, sin menoscabo alguno del derecho de los partícipes a obtener los certificados de sus participaciones, utilizar, con carácter de documento de gestión, resguardos por medio de los cuales se informe a los partícipes de la posición que ocupan en el Fondo tras cada una de sus operaciones.

Artículo 10.- Régimen de suscripción de participaciones.

La Sociedad Gestora estará obligada, con los requisitos previstos en el presente Reglamento y en la normativa aplicable, a emitir participaciones del Fondo desde el mismo momento en que se solicite por los interesados. Las suscripciones de participaciones se realizarán en efectivo.

Las personas, físicas o jurídicas, que deseen adquirir participaciones, cumplimentarán la correspondiente solicitud de suscripción dirigida a la Sociedad Gestora que será tramitada a través de las personas y entidades legalmente autorizadas. La Sociedad Gestora podrá emitir fracciones de participación.

La Sociedad Gestora se reserva la posibilidad de establecer en el folleto una inversión mínima inicial y a mantener exigible a los partícipes del Fondo.

Artículo 11.- Régimen de reembolso de las participaciones.

1. La Sociedad Gestora estará obligada, con los requisitos previstos en el presente Reglamento y en la normativa aplicable, a reembolsar las participaciones del Fondo desde el mismo momento en que se solicite por los interesados.

El reembolso de participaciones podrá solicitarse en las oficinas del comercializador o en las de la Sociedad Gestora, bien directamente o bien a través de personas y entidades legalmente autorizadas.

El pago del reembolso de las participaciones se hará por el Depositario en el plazo máximo establecido en el folleto del Fondo.

2. No obstante lo dispuesto en el párrafo anterior, los reembolsos superiores a 300.000 euros podrán requerir un preaviso a la Sociedad Gestora de hasta 10 días de antelación.

Asimismo, cuando la suma total de lo reembolsado a un mismo partícipe, dentro de un período de hasta 10 días, sea igual o superior a 300.000 euros, podrá la Sociedad Gestora exigir el requisito del preaviso para las nuevas peticiones de reembolso que, cualquiera que sea su cuantía, le formule el mismo partícipe dentro de los 10 días siguientes al reembolso últimamente efectuado. Para determinar el cómputo de las cifras previstas en este apartado, se tendrá en cuenta el total de los reembolsos ordenados por un mismo apoderado.

3. Los reembolsos de participaciones se realizarán en efectivo. En casos excepcionales, la CNMV podrá autorizar, a solicitud motivada de la Sociedad Gestora, que el reembolso de participaciones se haga en valores que formen parte integrante del Fondo. La CNMV fijará en tales supuestos las condiciones y plazos en los que podrá hacerse uso de dicha facultad excepcional.

4. Cualquier otra circunstancia que afecte a los reembolsos de participaciones del Fondo constará asimismo en el folleto del Fondo.

Artículo 12.- Valor de la participación aplicable en las suscripciones y reembolsos.

1. El valor liquidativo de las participaciones deberá calcularse diariamente por la Sociedad Gestora o cuando así lo exijan las inversiones previstas, el valor liquidativo podrá ser calculado, al menos, quincenalmente con la periodicidad y en las fechas previstas en el documento con los datos fundamentales para el inversor (en adelante DFI) y en el folleto. El valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos en caso de cálculo de valor liquidativo diario será el del mismo día de su solicitud o el del día hábil siguiente, de acuerdo con lo que a tal efecto esté previsto en el DFI y en el folleto. En caso contrario, será el primero que se calcule con posterioridad a la solicitud de la operación. El importe de la suscripción será modificado en su caso, por las comisiones a favor de la Sociedad Gestora y de los descuentos a favor del Fondo que se especifican en este Reglamento. La Sociedad Gestora podrá exigir el pago de las suscripciones con antelación a la fecha de suscripción cuando así esté previsto en el folleto.

2. Cuando la contratación de valores cotizados hubiese sido suspendida y dichos valores y otros similares aún no cotizados, emitidos por la misma Sociedad formen parte del Fondo, el reembolso y suscripción de la participación se realizará al precio determinado conforme al apartado anterior de este artículo, siempre que la valoración de los valores citados no exceda del 5% del valor del patrimonio.

En el caso contrario, la suscripción y reembolso de participaciones se hará en efectivo por la parte del precio de la participación que no corresponda a los valores citados en el párrafo precedente, haciéndose efectiva la diferencia cuando se reanude la contratación y habida cuenta de la cotización del primer día en que se produzca. En la suscripción el partícipe y en el reembolso la Sociedad Gestora, harán constar que se comprometen a hacer efectivas las diferencias calculadas en la forma expresada; la Sociedad Gestora deberá proceder a la

compensación de diferencias cuando el partícipe solicitase el reembolso de las participaciones antes de superarse las circunstancias que dieron lugar a su débito.

No obstante, cuando la contratación de valores cotizados hubiese sido suspendida, debido a causas técnicas o de otra índole que afecten a la contratación de todo un mercado o sistema organizado de negociación, y siempre que tales valores representen más del 80 por ciento del valor del patrimonio del Fondo, la Sociedad Gestora podrá suspender el reembolso y suscripción de participaciones hasta que se solventen las causas que dieron origen a la suspensión, previa comunicación a la CNMV.

La CNMV, de oficio o a petición de la Sociedad Gestora, podrá suspender temporalmente la suscripción o el reembolso de participaciones cuando no sea posible la determinación de su precio o concurra otra causa de fuerza mayor.

Artículo 13.- Traspaso de participaciones.

Los traspasos de inversiones entre IIC se regirán por las disposiciones establecidas en la LIIC y, en lo no previsto por las mismas, por las demás disposiciones vigentes o que las sustituyan en el futuro.

CAPÍTULO IV. POLÍTICA DE INVERSIONES

Artículo 14.- Política de inversiones y normas para la selección de valores.

1. La política de inversiones, la vocación inversora y perfil de riesgo del Fondo o de cada compartimento serán fijados en el folleto y en el DFI por la Sociedad Gestora, quien llevará a cabo las negociaciones relativas a la adquisición y enajenación de activos, y dará las instrucciones oportunas al Depositario para que se encargue de formalizarlas.

2. El activo del Fondo o de cada compartimento estará invertido con sujeción a los límites y porcentajes de diversificación de riesgo, inversión, liquidez, endeudamiento y operaciones sobre los activos incluyendo su pignoración, contenidos en la LIIC y el RIIC.

3. En el folleto y en el DFI se especificará si el Fondo o los compartimentos se caracterizan por alguna de las siguientes circunstancias:

- No invertir más de un 10% de su patrimonio en otras IIC.
- Invertir mayoritariamente su patrimonio en acciones o participaciones de varias Instituciones de Inversión Colectiva armonizadas o similares, que no inviertan más del 10% en otras IIC.

Artículo 15.- Operaciones de riesgo y compromiso

El Fondo podrá realizar operaciones con instrumentos financieros derivados con la finalidad de cobertura de riesgos, e inversión para gestionar de un modo más eficaz la cartera incluida la gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad, dentro de los límites que establezca la normativa legal vigente en cada momento y según los criterios establecidos en el folleto y en el DFI.

CAPÍTULO V. CRITERIOS SOBRE DETERMINACIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE RESULTADOS.

Artículo 16.- Criterios sobre determinación y distribución de resultados.

1. A efectos de determinar los resultados del Fondo, se tendrán en cuenta los principios contables básicos y los criterios de valoración indicados en la normativa que resulte de aplicación.
2. Los resultados podrán, o bien mantenerse formando parte del patrimonio del Fondo, o bien ser repartidos a los partícipes en la forma y períodos establecidos en el folleto y en el DFI.

CAPÍTULO VI. DISPOSICIONES GENERALES

Artículo 17.- Modificación del Reglamento de Gestión.

Las modificaciones de los Reglamentos que no requieran autorización previa, de acuerdo con lo establecido en la LIIC, deberán ser incluidas en el informe trimestral inmediato posterior, así como en el informe semestral o anual siguiente. La consideración de escasa relevancia podrá realizarse simultáneamente a su inscripción en el registro correspondiente de la CNMV.

Toda modificación del Reglamento que requiera autorización previa deberá ser publicada por la CNMV después de su autorización y comunicada por la Sociedad Gestora a los partícipes en el plazo de los diez días siguientes a la notificación de la autorización. En estos casos, la CNMV exigirá como requisito previo para la inscripción de la modificación en sus registros administrativos la acreditación del cumplimiento de la obligación de comunicación mediante certificación de la Sociedad Gestora y la presentación de una copia de la carta remitida a los partícipes.

Cuando la modificación del Reglamento de Gestión o, en su caso, del folleto o del DFI, suponga un cambio sustancial de la política de inversión o de la política de distribución de resultados, sustitución de la Sociedad Gestora o del Depositario, delegación de la gestión de la cartera en otra entidad, el cambio de control de la Sociedad Gestora o del Depositario, fusión, transformación o escisión del Fondo o del compartimento, el establecimiento o elevación de las comisiones, el establecimiento, elevación o eliminación de descuentos a favor del fondo a practicar en suscripciones o reembolsos, modificaciones en la periodicidad del cálculo del valor liquidativo o transformación en una IIC por compartimentos o en compartimentos de otras IIC, deberá ser comunicada a los partícipes con carácter previo a su entrada en vigor, con una antelación mínima de 30 días naturales. Las modificaciones que se refieran a la sustitución del depositario como consecuencia de operaciones societarias sobrevenidas o sujetas a verificación de otros organismos, podrán inscribirse inmediatamente en la CNMV siempre que se cumpla con la obligación de la Sociedad Gestora de comunicar este cambio a los partícipes. La entrada en vigor de dichas modificaciones se producirá en el momento de la inscripción de la modificación del reglamento de gestión o, en su caso, de la actualización del folleto o del documento con los datos fundamentales para el inversor. El cambio de control de la Sociedad Gestora o del Depositario, una vez efectuado y comunicado a la CNMV, deberá ser comunicado a los partícipes en el plazo de 10 días.

No se considerarán sustanciales, entre otras, las siguientes modificaciones en la política de inversión: i) las que tengan por objeto ajustar la calidad crediticia de los activos de renta fija a la calificación de solvencia que en cada momento tenga el Reino de España, ii) las modificaciones

en la duración que tengan por objeto ajustarse a las categorías establecidas por la CNMV y iii) cambios motivados por modificaciones de la normativa aplicable. En todo caso, tales cambios no podrán desvirtuar la finalidad y vocación del fondo de inversión.

Siempre que exista comisión de reembolso o gastos o descuentos asociados a él, los partícipes podrán optar durante dicho plazo de 30 días naturales contado a partir de la remisión de las comunicaciones a los partícipes, por el reembolso o traspaso de sus participaciones, total o parcial, sin deducción de comisión de reembolso ni gasto alguno, por el valor liquidativo que corresponda a la fecha del último día de los 30 días naturales.

La inscripción de las modificaciones de los reglamentos de gestión se podrá realizar de oficio cuando las modificaciones se deriven de cambios normativos o de modificaciones en otros registros de la CNMV.

Artículo 18.- Disolución y liquidación del Fondo.

Serán causas de disolución del Fondo el cumplimiento del plazo señalado en el contrato de constitución, el acuerdo de la Sociedad Gestora y el Depositario cuando el Fondo fue constituido por tiempo indefinido y el cumplimiento de los supuestos previstos en la legislación vigente.

El acuerdo de disolución se adoptará de común acuerdo por la Sociedad Gestora y el Depositario, salvo en el caso de disolución por cese de la Sociedad Gestora; en tal caso, se adoptará únicamente por el Depositario. El acuerdo de disolución deberá comunicarse inmediatamente como hecho relevante a la CNMV, y a los partícipes.

Una vez disuelto el Fondo se abrirá el período de liquidación quedando suspendido el derecho de reembolso y de suscripción de participaciones. La Sociedad Gestora, con el concurso del Depositario, actuará de liquidador, procediendo con la mayor diligencia y en el más breve plazo posible a enajenar los valores y activos del Fondo y a satisfacer y a percibir los créditos. Una vez realizadas estas operaciones elaborarán los correspondientes estados financieros y determinarán la cuota que corresponda a cada partícipe.

Dichos estados deberán ser verificados en la forma que legalmente esté prevista. El Balance y Cuenta de Resultados deberán ser publicados en uno de los periódicos de mayor circulación del lugar del domicilio social de la Sociedad Gestora.

La publicación en prensa a la que se refiere el párrafo anterior podrá ser sustituida por la publicación en la web de su Sociedad Gestora, además de publicarse el correspondiente hecho relevante que será incluido en el informe periódico inmediato para su información a partícipes.

Transcurrido el plazo de un mes desde su publicación sin que haya habido reclamaciones, se procederá al reparto del patrimonio del Fondo entre los partícipes. Las cuotas no reclamadas en el plazo de tres meses se consignarán en depósito en la Caja General de Depósitos a disposición de sus legítimos dueños. Si hubiera reclamaciones, se estará a lo que disponga el Juez o Tribunal competente, pudiéndose realizar entregas a los partícipes en concepto de liquidación provisional.

Una vez efectuado el reparto total del patrimonio, la Sociedad Gestora y el Depositario, solicitarán la cancelación de los asientos correspondientes en los Registros que correspondan.

La disolución de uno o varios compartimentos de un Fondo se regirá por lo dispuesto anteriormente. A tales efectos, las referencias al Fondo se entenderán realizadas al compartimento.

ULL GLOBAL VALUE FI

VAN 113,07 €

JUNIO

2015

COMENTARIO DE LA CARTERA

El Fondo ULL Global Value FI se ha revalorizado un 13,07% desde el inicio de su cotización, el 27 de enero, hasta el 10 de junio de 2015.

El componente de renta fija subió un 1,5%. El primer trimestre resultó favorable para los mercados de renta fija, no así el segundo, donde los mercados de deuda pública ya muestran signos de agotamiento.

Nuestra estrategia de Buy & Hold en renta fija, nos ha permitido sacar provecho de las fuertes fluctuaciones vividas en el bono americano, donde nos hemos logrado posicionar finalmente tras tres meses de debate. Sin embargo, el perfil de riesgo/rentabilidad de estas inversiones sigue siendo insuficiente, por lo que optaremos por tomar posiciones a medida que aparezcan oportunidades en sus tires.

ESTADÍSTICAS

Correlación	-
Beta	-
VaR	-1,23%
VaR Bench.	-2,10%
Volatilidad mes	1,58
Vol. Bench.	1,67
Ratio Sharpe	3,18
Ratio Inform.	-
Máx. Caída	-
Caída Bench.	-

RATIOS DE VALORACIÓN

RENDA VARIABLE	PER	6,99x
	Δ BPA	-
	P/VC	-
	ROE	-
	% DIVIDENDOS	0,97%
RENDA FIJA	YTM	4,40%
	Cupón medio	4,84%
	Duración mod.	4,24
	Convexidad	23,76
	Rating Medio	Baa2
Rent.actual	1,50%	

INFORMACIÓN

Nombre:	ULL Global Value FI
ISIN:	ES3800227829
F. Constitución:	27/01/2015
Tipo:	RV Mixto Global
Benchmark:	RV Zona Euro PP
Gestora:	ULL
Manager:	Jorge Montes Aarón Rodríguez
Depositario:	UBS

Escala de riesgo



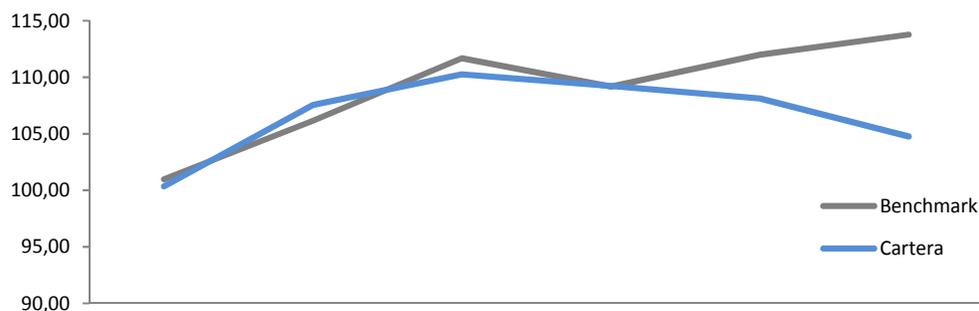
Objetivo de la cartera

Obtener una rentabilidad satisfactoria en el largo plazo, incurriendo en el menor riesgo posible. Para ello, se invertirá en aquellas compañías que cumplan nuestros criterios de inversión, aprovechando las posibles ineficiencias temporales del mercado para acometer estas inversiones.

EVOLUCIÓN (a 30 junio 2015)

Junio: 2,02% 2015: 13,07%

	1 m	3 m	6 m	YTD	1 año	3 años	5 años	Origen	2014	2013
Cartera	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Benchmark	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%



Estrategia de Inversión

La estrategia del Fondo adopta un enfoque *bottom-up* en la búsqueda de los valores apropiados, a través del cual se obtiene la máxima generación de alfa, pero siempre aplicando una capa cualitativa de *top-down*, lo que permite evitar situaciones en las que hay un claro conflicto entre factores económicos macro y micro.

Filosofía de inversión

Mediante *stock picking*, seleccionamos aquellos valores con potencial de crecimiento que nos permita tener una cartera descontada en el que, debido a la diversificación geográfica y sectorial, los activos son menos propensos a mostrar una alta correlación con el mercado.

Factores a considerar

Se recomienda un horizonte temporal de la inversión de 5 años. Puede haber periodos en los que el comportamiento del fondo no se asemeje al de su *benchmark*, debido a la importante descorrelación de algunas de las inversiones con respecto a este índice.

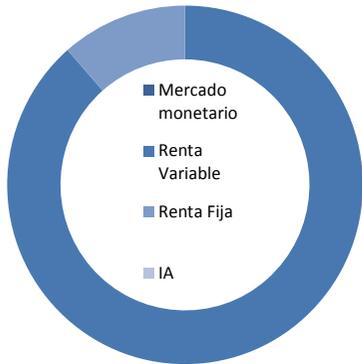
ULL GLOBAL VALUE FI

VAN 113,07 €

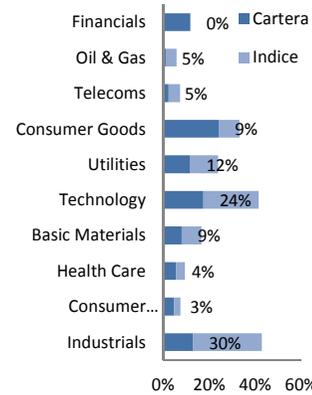
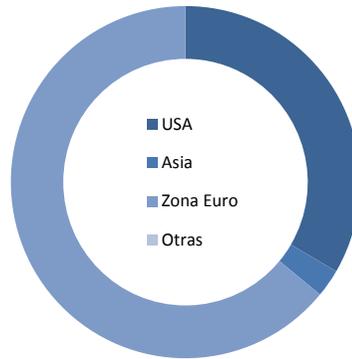
JUNIO

2015

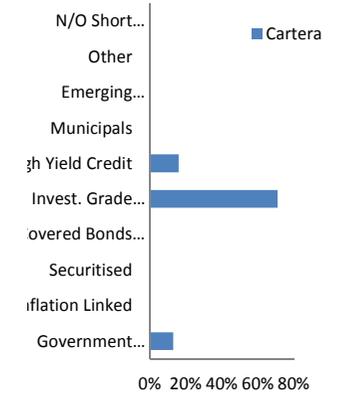
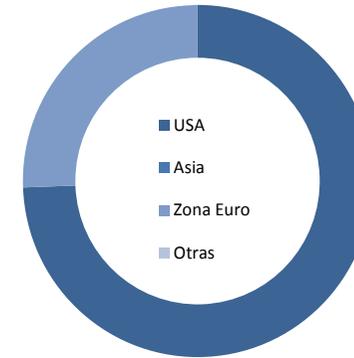
ASSET ALLOCATION



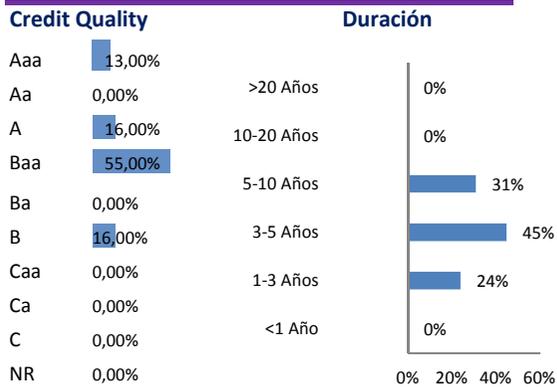
COMPOSICIÓN RENTA VARIABLE



COMPOSICIÓN RENTA FIJA



RIESGOS EN RENTA FIJA



TOP 5 HOLDINGS

- Almirall SA
- Mitsuba Corp
- Broadcom Corp
- Técnicas Reunidas
- DIA

CAMBIOS EN LA CARTERA

Inversiones	Desinversiones
US Treasury	IAG
Mitsuba Corp	Altia
Mitsubishi Corp	Técnicas Reun.

Contribución a la rentabilidad

