



**universidad
de león**
Facultad de Ciencias
Económicas y Empresariales

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Administración y Dirección de empresas
Curso 2014 /15

El asesoramiento financiero en la gestión de una cartera. El caso de un cliente prototipo de Getino Finanzas E.A.F.I.

The financial advisory in porftfolio management. The case of a prototype client in Getino Finanzas E.A.F.I.

Realizado por el alumno: **Bárbara Carpintero García**

Tutelado por el Profesor: **Borja Amor Tapia**

León, 15 de diciembre de 2014

ÍNDICE

RESUMEN/ABSTRACT	6
PALABRAS CLAVE/KEYWORDS	7
1. INTRODUCCIÓN	8
2. OBJETIVOS	10
3. METODOLOGÍA	11
4. MARCO TEÓRICO	13
4.1. CONCEPTOS BÁSICOS EN LA GESTIÓN DE CARTERAS	13
4.1.1. Riesgo, volatilidad, diversificación y rentabilidad.....	13
4.1.2. Eficiencia en los mercados	15
4.1.3. Carteras eficientes y fronteras eficientes.....	16
4.2. EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL	18
4.3. EL ASESORAMIENTO FINANCIERO.....	21
4.4. LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN	23
4.5. ASPECTOS RELEVANTES DE LA NORMATIVA MiFID PARA EL ASESORAMIENTO FINANCIERO.	23
4.6. ETAPAS EN EL PROCESO DE ASESORAMIENTO FINANCIERO.....	25
4.6.1. Objetivos de la inversión.....	25
4.6.2. Estrategias en la gestión	29
4.6.3. Aportación de cada activo	31
4.6.4. Elección del <i>benchmark</i>	32
4.6.5. Identificación de activos.....	34
4.6.6. Análisis de activos.....	37
4.6.7 Control sobre los activos de una cartera.....	39
5. EL CASO DE UN CLIENTE PROTOTIPO DE GETINO FINANZAS E.A.F.I.	43
5.1. GETINO FINANZAS E.A.F.I.	43
5.2. PROCESO DE ASESORAMIENTO FINANCIERO EN GETINO FINANZAS E.A.F.I.	44
5.2.1. Estructuración de la cartera del cliente	44
5.2.2 Elaboración de la cartera	48
5.3. EVALUACIÓN DEL ASESORAMIENTO Y COMUNICACIÓN AL CLIENTE	67
5.3.1. Control de la cartera	67
5.3.2. Comunicación al cliente y recomendaciones	72
6. CONCLUSIONES.....	76
7. BIBLIOGRAFÍA.....	78

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.6.1.: Tributación para renta fija, renta variable y activos mixtos 2014-2016....	36
Tabla 5.2.1.: Desglose por regiones en tanto por ciento de Altair Patrimonio F.I.	50
Tabla 5.2.2.: Desglose de las diez mayores posiciones de Altair Patrimonio F.I.....	51
Tabla 5.2.3.: Rentabilidades anuales de Altair Patrimonio F.I.....	52
Tabla 5.2.4.: Rentabilidades anualizadas de <i>iShares EGBC 1.5-10.5yr ETF</i> con respecto a su índice.	53
Tabla 5.2.5.: Desglose de las diez mayores posiciones de <i>iShares EGBC 1.5-10.5yr ETF</i>	54
Tabla 5.2.6.: Ratios fundamentales de Grifols S.A.	58
Tabla 5.2.7: Ratios fundamentales de Red Eléctrica de España.....	63
Tabla 5.2.8.: Ratios fundamentales de Viscofan.	66
Tabla 5.2.9.: Cartera Getino Finanzas.	66
Tabla 5.3.1.: Comparación del fondo con índice y categoría, y ratios de control de Altair Patrimonio	67
Tabla 5.3.2.: Ratios de control de <i>iShares Euro Govt</i>	68
Tabla 5.3.3.: Ratios de control de Grifols.	69
Tabla 5.3.4.: Ratios de control de REE.	69
Tabla 5.3.5.: Ratios de control de Viscofan.	70
Tabla 5.3.6.: Análisis de la rentabilidad y riesgo diarios de la cartera.	71
Tabla 5.3.7.: Análisis de la rentabilidad y riesgo global de la cartera.....	71
Tabla 5.3.8.: <i>Reporting</i> de noviembre 2014 para el cliente.....	74

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.1.1.: Reducción del riesgo mediante la diversificación.....	14
Gráfico 4.1.2.: Frontera eficiente con las carteras eficientes del mercado.....	17
Gráfico 4.2.1.: Estructura del mercado financiero español.....	18
Gráfico 4.2.2.: Estructura del mercado financiero.....	20
Gráfico 4.6.1.: Categorías en la que el asesor decide invertir.....	31
Gráfico 5.2.1.: Estructura test de idoneidad de Getino Finanzas.....	45
Gráfico 5.2.2.: Evolución de la rentabilidad del Altair Patrimonio F.I.....	49
Gráfico 5.2.3.: Distribución del segundo trimestre de 2014 de Altair Patrimonio F.I. ..	49
Gráfico 5.2.4.: Desglose por sectores en tanto por ciento de Altair Patrimonio F.I.....	50
Gráfico 5.2.5.: Evolución de la rentabilidad de <i>iShares EGBC 1.5-10.5yr ETF</i>	52
Gráfico 5.2.6.: Distribución del segundo trimestre de 2014 de <i>iShares EGBC 1.5-10.5yr ETF</i>	53
Gráfico 5.2.7.: Evolución de la media móvil de Grifols (14/2/2014-7/8/2014).....	56
Gráfico 5.2.8.: Evolución de Grifols de las últimas quinientas sesiones.....	56
Gráfico 5.2.9.: Evolución de Grifols Mayo-Agosto 2014 según el modelo de velas japonesas.....	57
Gráfico 5.2.10.: Evolución de la media móvil de REE (14/2/2014-7/8/2014).....	61
Gráfico 5.2.11.: Evolución de REE de las últimas quinientas sesiones.....	61
Gráfico 5.2.12.: Evolución de REE Mayo-Agosto 2014 según el modelo de bandas de <i>Bollinger</i>	62
Gráfico 5.2.13.: Evolución de la media móvil de Viscofan (14/2/2014-7/8/2014).....	64
Gráfico 5.2.14.: Evolución de Viscofan de las últimas quinientas sesiones.....	64
Gráfico 5.2.15.: Evolución de Viscofan Mayo-Agosto 2014 según el modelo RSI.....	65
Gráfico 5.3.1.: Evolución de la cartera (7/08/2014-20/11/2014).....	72
Gráfico 5.3.2.: Evolución de la rentabilidad de la cartera (7/08/2014-20/11/2014).....	73

RESUMEN/ABSTRACT

Resumen

La ingeniería financiera ha cobrado especial notoriedad en los últimos años, dando paso a la aparición de activos financieros cada vez más complejos en los mercados. En este sentido, se hace patente la necesidad de disponer de una normativa que regule la contratación de estos productos de una forma más eficiente y adecuada. Esta legislación, denominada MiFID, entra en vigor en el año 2008 y es a raíz de esta Directiva cuando surgen las llamadas EAFI, Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente. El objetivo de este trabajo se centra en establecer el proceso de asesoramiento que siguen las EAFI. Para ello se establece un marco teórico que defina la estructura y la normativa de los mercados financieros. A continuación, se elabora una cartera en función del tipo de inversor que solicite el asesoramiento y, por último, se desarrolla un estudio empírico que permite contrastar su implantación práctica.

Abstract

Financial engineering has gained particular notoriety in recent years, leading to the emergence of increasingly complex financial assets in the markets. In this sense, there is an evident need for more efficient and accurate regulation on these products. This legislation, known as the Directive MiFID, came into force in 2008 and as a result of this Directive the EAFI (Independent Financial Advice Business) arise. The aim of this paper is focused on establishing the counseling process developed by the EAFI. To achieve this, a theoretical framework that defines the structure and regulation of financial markets is established. Then, a portfolio is made depending on the type of investor seeking advice and, finally, an empirical study that allows contrasting its practical implementation is developed.

PALABRAS CLAVE/KEYWORDS

Palabras clave

Gestión de carteras, inversión, riesgo, rentabilidad, proceso de asesoramiento financiero.

Keywords

Portfolio management, investment, risk, return, financial advisory procedure.

1. INTRODUCCIÓN

La economía financiera se define según Marín y Rubio (2001) como la asignación intertemporal de los recursos en un entorno incierto, así como el estudio del papel de las organizaciones económicas y los mercados institucionalizados en facilitar dichas asignaciones. En este proceso de asignación de recursos, cobran una especial relevancia los intermediarios y los asesores financieros.

Hasta comienzos de la crisis financiera eran los bancos quienes mayoritariamente gestionaban el patrimonio y asesoraban financieramente a los inversores en España. Sin embargo, a raíz de la gestión tan poco eficiente y en muchas ocasiones tan nada beneficiosa para los clientes, se ha generado un problema de confianza en la sociedad que ha hecho que muchos inversores se comiencen a plantear otras alternativas para planificar su porvenir financiero.

En el año 2008 comienza a regularse una nueva figura en el ordenamiento financiero, las Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente (E.A.F.I.). Son personas físicas o jurídicas que prestan servicios de asesoramiento en materia de inversión. Están especializadas en la realización de recomendaciones personalizadas a clientes sobre instrumentos financieros y asesoramiento en materias auxiliares como estructuración de capital, estrategia industrial y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones.

A diferencia de otros países, como Estados Unidos, donde el asesor financiero independiente es una figura clave para las empresas y familias y su planificación financiera, en España existen pocas EAFIs y el mercado sigue dominado por los grupos bancarios. Sin embargo, dado que las EAFIs podrían estar sometidas a menores conflictos de agencia¹ asesor-asesorado, este trabajo pretende centrarse en la labor que realizan estas empresas.

A pesar de la amplia literatura que existe sobre este tema, merece especial atención resaltar el estudio que llevaron a cabo Mullainatan, Nöth y Schoar (2012). Este trabajo consistió en entrenar auditores que se hicieran pasar por clientes de asesores financieros, de este modo comprobarían si los consejos que dan los asesores eran apropiados para cada cliente según sus características demográficas y financieras. El resultado del

¹ Se plantea un conflicto de agencia en terminología de Jensen y Meckling (1976) entre el principal (el asesorado) y el agente (el asesor), donde el agente tiene incentivos (comisiones) para recomendar (vender) un producto financiero concreto.

estudio concluyó con una clara tendencia de los asesores a recomendar aquellos productos de los cuales obtenían mayores retrocesiones, no obstante, quedó demostrado que sí tenían en cuenta las características de cada cliente y recomendaban carteras más conservadoras para clientes con menores rentas y mayor aversión al riesgo.

Así pues, la contribución fundamental de este trabajo es revisar, desde un punto de vista teórico-empírico, el proceso de estructuración, elaboración y control de una cartera en el seno de una EAFI. Dicho proceso reflejará la labor de análisis personalizado que realizan estas empresas, en contraposición con la práctica habitual de la banca comercial.

En el desarrollo de la investigación se ha elegido el método del caso, dado que permite la investigación de una situación compleja (EAFIs / asesoramiento financiero) basada en el entendimiento de dicha situación, que se obtiene a través de su descripción y análisis. Además, para lograr una mayor riqueza en las conclusiones, se ha recopilado información cuantitativa en torno a la cartera estudiada en el caso. Ello permite comprobar los niveles de rentabilidad y riesgo asumidos por el cliente.

El trabajo se estructura en dos secciones. En la primera de ellas se presenta el marco teórico, mostrando los conceptos básicos del asesoramiento financiero, así como la estructuración actual del mercado financiero español y la normativa que lo rige. Igualmente, se detalla todo el proceso de estructuración, elaboración y control de una cartera de forma teórica para, en la segunda sección, pasar a aplicarlo de forma práctica en un caso particular para un cliente prototipo de la empresa de servicios de inversión Getino Finanzas E.A.F.I.

Finalmente, se presentan las conclusiones en torno a los objetivos planteados tras lo cual finaliza este trabajo no sin antes citar las fuentes bibliográficas empleadas.

2. OBJETIVOS

El objetivo principal de este trabajo es analizar el proceso de asesoramiento financiero que siguen un tipo concreto de Empresas de Servicios de Inversión: las EAFI o Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente. Para ello, con este trabajo se pretende:

- Identificar un marco teórico que defina la estructura y normativa de los mercados financieros.
- Determinar el proceso de planificación de una inversión que siguen las EAFI basándose en el riesgo que pretende asumir el cliente.
- Señalar los mecanismos de control más importantes a seguir para una correcta evaluación posterior de los activos utilizados en la inversión.

Para conseguir estos objetivos, se plantea el caso de una EAFI real a la que se ha tenido acceso. Tras acceder a los datos concretos de un cliente prototipo de la empresa, con unas características y objetivos concretos, se muestra cuál es la estructura inicial de la cartera más adecuada para este cliente en función de sus objetivos e inquietudes; y, después, se elabora para que se ajuste a lo que este inversor necesita aplicando el análisis fundamental y el análisis técnico a cada uno de los activos incluidos en ella. También se aplican los mecanismos de control sobre el conjunto de la cartera creada y se toman decisiones de inclusión o exclusión de activos de la misma en función de los resultados obtenidos. Por último, se comunica al cliente el tipo de cartera creada, los rendimientos que obtiene y las expectativas de futuro de esa cartera.

Las conclusiones de este trabajo son de interés para todas aquellas personas que estén interesadas en llevar a cabo algún tipo de inversión, y muestran que a través del proceso de asesoramiento de una EAFI se pueden lograr inversiones adecuadas a un perfil de riesgo concreto.

Así pues, en la consecución de estos objetivos, se utiliza el método del caso, como se detalla en el apartado siguiente.

3. METODOLOGÍA

Para abordar el objetivo de este trabajo consistente en establecer el proceso de asesoramiento financiero que siguen las EAFI o Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente se adopta el método del caso. Se emplea este método debido a que de esta forma se puede establecer el procedimiento que siguen estas entidades, desde que el cliente contacta con la EAFI hasta que recupera la inversión con una rentabilidad. Esto es, mediante un proceso inductivo que parte del estudio de un caso concreto, se establecen conclusiones generales.

El método del caso es una técnica de aprendizaje que tuvo su origen en 1914 en la facultad de Derecho de la Universidad de Harvard. Esta técnica consistía en partir de situaciones reales que fuera necesario resolver valorando actuaciones, tomando decisiones concretas, etc. hasta llegar a una solución a esa situación. De este modo, dicho método pone su énfasis en el proceso que se sigue desde que se detecta un problema real hasta que se llega a solución o alternativa más adecuada. Aunque durante su desarrollo se gestó en el ámbito del derecho, en la actualidad se ha extendido a otras disciplinas llegando a alcanzar notable protagonismo gracias a la gran resolución de los casos que plantea.

Se utiliza este método y no otros ya que se basa en un hecho real, con aspectos cualitativos difícilmente transformables en cuantitativos (la idea de “asesoramiento”), y no en situaciones hipotéticas y esto permite una mejor comprensión de información teórica a partir del análisis de una situación práctica. Además, facilita la estructuración del proceso de una forma más clara para lograr los objetivos, lo cual es fundamental en este trabajo para establecer claramente el proceso de planificación y asesoramiento financiero.

En la elaboración del caso, se han consultado diversos manuales como por ejemplo Garrido (2004), Gitman y Joehnk (2008), Lozano y Brun (2008), que han servido de fuente de información y de conocimiento previo. También se han realizado entrevistas a los analistas y al Director General de Getino Finanzas con el objetivo de pormenorizar un perfil concreto de inversor, detallando cada paso en el análisis realizado y así poder dar una solución concreta y eficiente en lo que al proceso de inversión y al perfil del cliente se refiere.

Adicionalmente, el caso se ha completado con la elaboración del cálculo de la cartera, con frecuencia diaria, para el período considerado (agosto-noviembre 2014). Para ello, se han obtenido de diversas fuentes públicas (Banco Santander, 2014; Bolsa de Madrid, 2014; Börse Frankfurt, 2014) las cotizaciones y los valores liquidativos diarios de los activos que conforman la cartera. Una vez obtenidos y homogeneizados los horizontes temporales, se realiza el cálculo de las rentabilidades y riesgos asumidos por el cliente. En el apartado 5.3 se muestran los resultados.

4. MARCO TEÓRICO

En los últimos años el desarrollo de la ingeniería financiera ha jugado un papel determinante en la gestión financiera. Tanto es así, que se han incorporado numerosos productos financieros y se han ampliado diversas técnicas e índices que ayudan a analizar el rendimiento de estos productos. A su vez, el aumento de la complejidad del mundo de las finanzas ha llevado a los responsables de los mercados a reforzar la legislación. Por todo ello, antes de abordar el estudio del caso, es conveniente contextualizar el marco en el que se desenvuelve la actividad del asesoramiento financiero.

4.1. CONCEPTOS BÁSICOS EN LA GESTIÓN DE CARTERAS

Los inversores necesitan tener unos conocimientos básicos de los mercados financieros con el objeto de poder comprender el riesgo que le supone la inversión que va a llevar a cabo, la volatilidad a la que se enfrenta y la rentabilidad que esta inversión le va a proporcionar. De este modo, la relación asesor-inversor será más eficiente y clara y la construcción de la cartera será más adecuada y se realizará más a medida que de no entender dichos conceptos.

4.1.1. Riesgo, volatilidad, diversificación y rentabilidad

Es necesario comprender que los conceptos de riesgo y volatilidad no son sinónimos, aunque sí están estrechamente relacionados. El riesgo o posibilidad de que el rendimiento de las inversiones actuales difiera del esperado, es una magnitud cualitativa y, por tanto, no se puede medir. A grandes rasgos existen dos tipos de riesgo: el riesgo sistemático o de mercado y el riesgo no sistemático o diversificable. El riesgo sistemático es aquel que está asociado a los factores económicos y a la coyuntura económica y que, por tanto, no es posible eliminar ni reducir. Mientras que el riesgo no sistemático es el característico de cada activo y sí es posible eliminarlo a través de la diversificación. (Lozano y Brun, 2008)

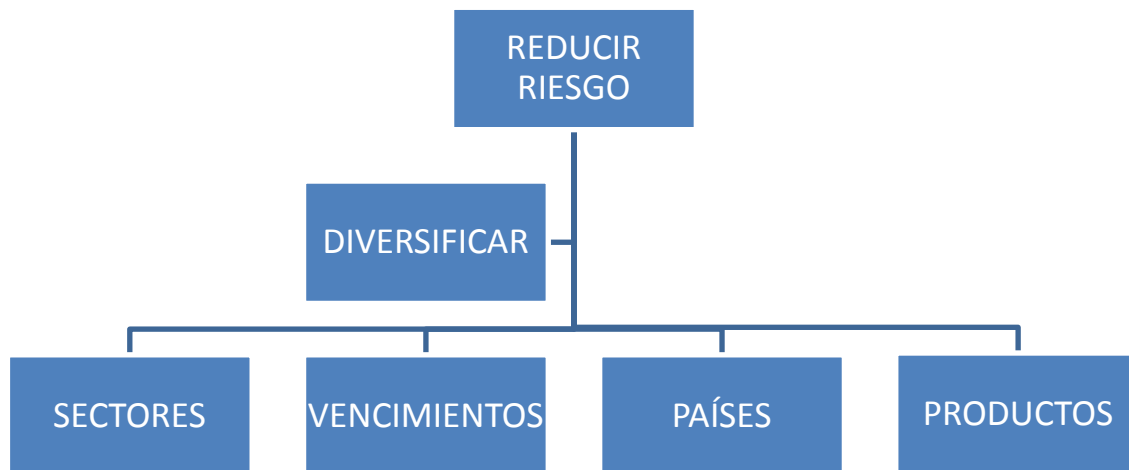
En este sentido, el concepto de diversificación hace referencia a distribuir la inversión:

- En distintos sectores: alimentación, tecnología, eléctricas, entidades financieras, farmacéuticas...
- En diferentes países o regiones: Asia, Unión Europea, países emergentes...

- En diversos productos: productos con mayor riesgo y posibilidades de mayores beneficios o también mayores pérdidas, productos mucho menos arriesgados aunque con menores retornos.
- Distintos vencimientos: a corto plazo para hacer frente a necesidades más inmediatas, a largo plazo para necesidades más tardías, etc.

Todo ello con el objetivo de reducir el riesgo “*no poniendo todos los huevos en la misma cesta*”.

Gráfico 4.1.1: Reducción del riesgo mediante la diversificación.



Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, la volatilidad, es decir, la frecuencia e intensidad en las variaciones del precio, es una magnitud cuantitativa que se utiliza precisamente para poder hacer una aproximación al riesgo de un activo, ya que los activos con volatilidades superiores tienen asociado estadísticamente un riesgo mayor.

Por su parte, también es recomendable que el inversor conozca la rentabilidad de su inversión, es decir, el beneficio o rendimiento generado por cada euro invertido. Es necesario recordar que habrá que descontar los costes por gestión, las comisiones y otros costes similares para obtener la rentabilidad real y poder comparar un producto con otro. En este sentido, es muy útil tener presente el ratio TER, *Total Expense Ratio*,

que recoge el conjunto de gastos y comisiones (por gestión, depósito, suscripción, reembolso, por resultados...) de cada producto financiero. Por ejemplo, para una inversión realizada en igualdad de condiciones en el año 2007 y habiendo obtenido el mismo beneficio, si la gestora es Caja España (TER 0,567%) la rentabilidad obtenida es menor que si la gestora es Sabadell Inversión (TER 0,504%) (Garrido, 2004).

4.1.2. Eficiencia en los mercados

A lo largo del tiempo el precio de las acciones en los mercados varía constantemente a consecuencia del flujo de información que tiene algún tipo de impacto sobre las empresas. La forma en la cual los precios van incorporando dichas informaciones nuevas que llegan al mercado se le conoce con el nombre de hipótesis de los mercados eficientes.

El grado de eficiencia en los mercados varía según el nivel de la información y el impacto que ésta tiene en las cotizaciones. Así, la hipótesis de eficiencia establece tres niveles: débil, semifuerte y fuerte. (García Olalla, Martínez García y Fernández González, 2014)

En primer lugar, la hipótesis débil sostiene que el precio de cotización de una acción tiene ya incorporado toda la información histórica de la evolución de los precios y los volúmenes negociados. Esto significa que todos los analistas podrán deducir comportamientos futuros basándose en la información pasada, y que esta información se trasladará automáticamente al precio. Por lo tanto, no se conseguirán beneficios extraordinarios pues todos los interesados manejan los mismos datos y los interpretan de igual forma. Esta hipótesis es también en la que se basa el análisis técnico como se detallará en apartados posteriores.

A continuación, el siguiente grado de eficiencia es el semifuerte. Éste hace referencia a toda la información que es de dominio público hasta la actualidad y que está incluida en las cotizaciones. En este sentido, esta hipótesis es la más cercana a la empleada por el análisis fundamental, el cual también tendrá ocasión de ser explicado en este trabajo más adelante.

Y en último lugar, está el mayor grado de eficiencia posible, el nivel fuerte. En este nivel se encuentra contenida toda la información relacionada con la acción o la empresa, es decir, además de la información pública también se incorpora la información de

carácter privado. Esta hipótesis considera que los directivos y las personas que disponen de información privada de la empresa la utilizan para conseguir beneficios extraordinarios, y esta actuación hace posible que los precios rápidamente se corrijan para contemplar toda la información.

Para finalizar, ¿los mercados son eficientes? Ante esta pregunta no existe consenso general, en la actualidad no hay una opinión mayoritaria a favor de ninguna de las dos posibilidades. Sin embargo, sí existe consenso general ante las siguientes cuestiones con respecto a la información disponible en el mercado:

- Sólo quienes gestionen grandes sumas de dinero tendrán motivos para intentar batir al mercado y conseguir beneficios extraordinarios, pues realmente les compensarán todos los recursos que han invertido en tratar de lograrlos.
- Si un analista encuentra un método que sea capaz de elegir activos con los que lograr incrementos en la rentabilidad no lo va a hacer público. Mientras que si el método encontrado no es útil, sí lo compartirá.
- El factor suerte. A veces las ganancias superiores o inferiores vienen de la mano del azar o de la suerte, independientemente de todo lo demás.

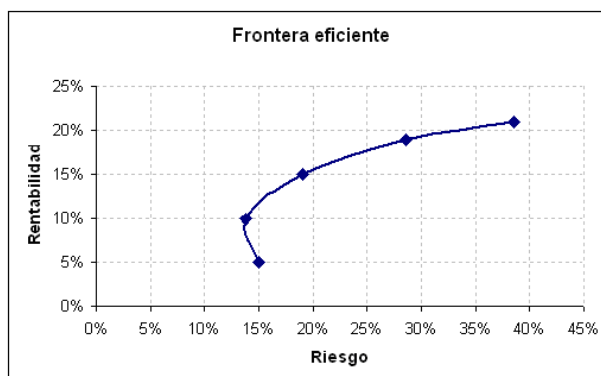
Por otro lado, con respecto a la estructura que debe tener un mercado para ser eficiente también existe consenso: debe ser un mercado amplio, profundo, flexible, que sea completamente transparente y además debe tener estabilidad y ser un mercado libre.

A pesar de todo lo anterior, en muchas ocasiones los mercados no terminan de ser completamente eficientes, puesto que existen una serie de impuestos y comisiones que modifican la actitud de los inversores, la transparencia de las empresas no es total, o existen inversores con el poder necesario como para poder alterar los precios de los activos (Gómez Bezares, 2000).

4.1.3. Carteras eficientes y fronteras eficientes

Se entiende por cartera el conjunto de activos financieros que conforman el total del patrimonio invertido del inversor. Esta cartera se considera eficiente cuando el gestor logra que la rentabilidad conseguida para un tipo de riesgo asumido sea máxima o, en caso contrario, cuando para una rentabilidad concreta el riesgo que asume el inversor es el mínimo posible.

Gráfico 4.1.2.: Frontera eficiente con las carteras eficientes del mercado.



Fuente: Fondos Cotizados.

Según se muestra en el Gráfico 4.1.2, la frontera eficiente está formada por el conjunto de carteras eficientes que hay en el mercado. No es posible que ninguna cartera esté situada en la parte superior izquierda de la frontera, puesto que de ser así estaría ya incluida en la nueva frontera eficiente.

A la hora de crear carteras eficientes se utiliza el coeficiente de correlación, el cual determina el grado de dependencia que tiene un activo de otro. Existen varios tipos de correlación:

- Perfecta positiva. Cuando el coeficiente es igual a uno. Significa que la relación entre la rentabilidad y la volatilidad que tiene la cartera es directamente proporcional, es decir, a mayor rentabilidad mayores volatilidades, y viceversa. Se representa mediante una línea recta ascendente.
- Perfecta negativa. Cuando el coeficiente es igual a menos uno. Quiere decir que la relación es inversamente proporcional, esto es, cuanto mayor es la volatilidad de los activos arriesgados, mayor tendrá que ser el porcentaje de activos menos volátiles en la cartera para formar el binomio rentabilidad-riesgo adecuado. Se representa mediante una línea recta descendente.
- No perfecta. Cuando el coeficiente está entre cero y uno, y cuando está entre menos uno y cero. En el primer caso, todas las combinaciones de activos darían lugar a carteras eficientes. En el segundo caso, los resultados obtenidos son incluso mejores porque la diversificación es mejor y las volatilidades disminuyen. Se representa mediante una línea curva ascendente o descendente.

En resumen, cuanto más próximo a menos uno está el coeficiente de correlación lineal, mayor es la diversificación de la cartera y menor es la volatilidad (Gómez Bezares, 2000).

4.2. EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL

El sistema financiero, español en este caso, es el conjunto de instrumentos, mercados e instituciones cuya función es canalizar el flujo de fondos desde quienes han acumulado un excedente de dinero y quieren prestarlo a quienes necesitan dinero para sus proyectos. De acuerdo con (Amado Guirado, 2013; Olalla, García y González, 2014) este sistema está formado por:

Gráfico 4.2.1.: Estructura del sistema financiero español.



Fuente: elaboración propia.

Según se desprende del Gráfico 4.2.1, los organismos encargados de la regulación y el control son:

- Banco de España
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- Dirección General de Seguros (DGS).

Este sistema financiero está compuesto por:

- Entidades bancarias
- Aseguradoras
- Instituciones de Inversión Colectiva, (IIC), Sociedades de Valores, Agencias de Valores y Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente

Las entidades bancarias son instituciones financieras que se encargan de captar recursos en forma de depósitos, prestar dinero, así como de prestar servicios financieros.

Las aseguradoras cubren los riesgos a los que se ven expuestos los bienes o las personas. A cambio del pago de una cantidad (prima), la compañía de seguros pagará la cantidad acordada (indemnización) en el caso de que ocurra un determinado evento (siniestro) cuyo riesgo de que ocurra es objeto de cobertura por el seguro.

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) reúnen las aportaciones de una multitud de inversores y las invierten de forma conjunta en activos financieros y no financieros de acuerdo con una estrategia preestablecida. La rentabilidad de cada inversor está determinada por el resultado colectivo y es proporcional a su participación individual. De todas las instituciones de inversión colectiva, la más popular son los fondos de inversión.

Las Sociedades de Valores (S.V.) son sociedades dedicadas a la realización de operaciones en los mercados de valores (mercados donde se negocia la renta fija y la renta variable), tanto por cuenta propia como por cuenta ajena.

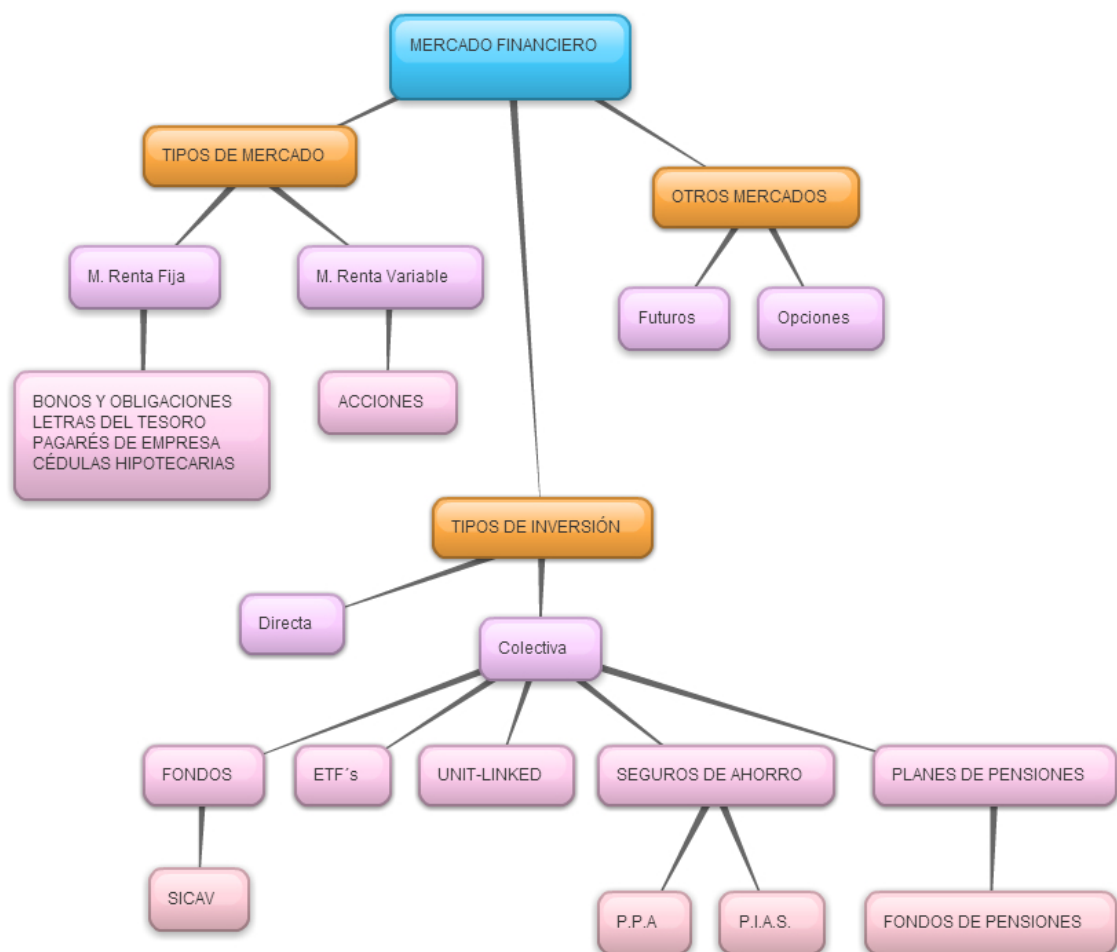
Las Agencias de Valores (A.V.) son también intermediarios en los mercados de valores, pero a diferencia de las Sociedades de Valores no pueden operar por cuenta propia (sólo atender órdenes por cuenta de sus clientes), ni tampoco cubrir la pérdida por suscripción de emisiones de renta fija o variable ni pueden conceder créditos vinculados a la compra-venta de valores.

Una Empresa de Asesoramiento Financiero independiente (EAFI) es aquella que exclusivamente puede prestar los siguientes servicios de inversión:

- Asesoramiento en materia de inversión, es decir, la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente sobre una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.
- Asesoramiento a compañías sobre cuestiones como estructura del capital, estrategia industrial, fusiones y adquisiciones de empresas...
- La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros.

A su vez, el mercado financiero está integrado por:

Gráfico 4.2.2.: Estructura del mercado financiero.



Fuente: elaboración propia.

Según se aprecia en el Gráfico 4.2.2, dentro del sistema financiero, el mercado financiero es el lugar, mecanismo o sistema electrónico donde se negocian los activos, productos e instrumentos financieros o se ponen en contacto quienes desean adquirir y quienes desean vender el activo y es donde se fija un precio público de los activos por la confluencia de la oferta y la demanda.

En el mercado financiero se negocian distintos tipos de activos financieros, es decir, instrumentos que canalizan el ahorro hacia la inversión. Estos instrumentos pueden ser de renta fija o de renta variable.

Los activos de renta fija pueden ser emitidos por Administraciones Públicas o por entidades privadas y tienen como objetivo la consecución de fondos para financiarse. Se caracterizan por ser activos cuyo calendario de pagos es fijo tanto en fechas como en la cantidad devengada en cada una de ellas. Esto significa que, al firmar el contrato, el inversor conoce los pagos que va a recibir en el futuro. Al vencimiento del contrato el inversor recibe además el capital principal que inicialmente invirtió.

Los activos de renta variable son emitidos por empresas y, por su parte, son aquellos activos que no tienen unos derechos de pago fijos establecidos por contrato. Por tanto, el inversor no conoce con certeza los flujos de dinero que va a recibir ni el momento en que los recibirá, y, normalmente, no hay un vencimiento del contrato preestablecido (Amado Guirado, 2013).

4.3. EL ASESORAMIENTO FINANCIERO

Según el organismo regulador, la CNMV, el asesoramiento financiero debe ser entendido como una *“prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, ya sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relacionadas con los instrumentos financieros”* (CNMV, 2014).

El servicio de asesoramiento ha de prestarse bajo las normas de conducta de los mercados de valores, en especial en lo que se refiere a la evaluación de la idoneidad de los vehículos financieros que se aconsejan al cliente con arreglo a sus circunstancias, cultura financiera y objetivos de inversión, a la información previa sobre los costes y los gastos asociados así como a la necesidad de que cada recomendación conste por escrito.

El asesor financiero que recabe información sobre el cliente lo hará a través del test de idoneidad, como se detallará posteriormente. Si no dispone de la información necesaria para cumplimentar este test, no podrá ejercer el asesoramiento.

Además, no solo se realiza el asesoramiento financiero a personas físicas, sino que también se permite el asesoramiento a empresas sobre su estructura de capital, estrategia y fusiones y adquisiciones. Es necesario tener presente que todas las recomendaciones

serán de carácter personal, es decir, tienen que tener en cuenta sus circunstancias personales, patrimoniales y profesionales.

Debido a que la recomendación es personal y está individualizada dicho asesoramiento consigue diferenciarse del análisis financiero, el cual también debe ser objetivo pero hace recomendaciones en genérico.

Aunque el asesoramiento financiero se ha venido prestando en España desde hace muchos años, es a partir de la entrada en vigor en 2008 de la Directiva Europea sobre Mercados de Instrumentos Financieros, también conocida como MiFID por sus siglas en inglés, cuando se registra esta actividad profesional como un servicio de inversión de primer nivel, que sólo pueden ejercer determinadas entidades autorizadas para ello.

En concreto, la MiFID es la normativa europea que armoniza en Europa la regulación sobre los mercados de valores, los instrumentos financieros que en ellos se negocian, la organización y relación con sus clientes de las entidades financieras que prestan servicios de inversión y la protección al inversor. Se denomina Directiva sobre los Mercados de Instrumentos Financieros y es conocida por sus siglas en inglés MiFID “Markets in Financial Instruments Directive”. Ha sido incorporada al derecho español mediante la ley 47/2007 de 20 de diciembre, que modifica la Ley del Mercado de Valores, y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero. En adelante nos referiremos al nuevo régimen de protección al inversor como normativa MiFID (CNMV, 2014).

Esta Directiva ha marcado un antes y un después en el ordenamiento financiero español. Antes de ella en España no existía la diferencia entre el trabajo realizado por un comercial del trabajo realizado por un asesor. Sin embargo, a raíz de esta nueva normativa se han valorado aspectos como la honorabilidad y el carácter independiente, generando el contexto necesario para mejorar el proceso de asesoramiento al inversor.

La figura del asesor financiero trata de reforzar la seguridad al inversor: está autorizada y vigilada por un organismo regulador, la CNMV, y contempla un amplio abanico de productos para sus recomendaciones. No hay que olvidar que los asesores financieros tienen que estar regulados y periódicamente realizan informes de supervisión.

Este servicio de asesoramiento financiero lo realizan las Empresas de Servicios de Inversión (ESI), ya que son las únicas que están autorizadas para realizarlo como se observa a continuación.

4.4. LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Tal y como recoge la ley 47/2007 del 20 de diciembre, que supone la transposición de la MiFID a la legislación española, en el mercado español existen varias figuras que pueden realizar esta labor de asesoramiento financiero como se vio anteriormente en la estructuración del mercado financiero español, las denominadas Empresas de Servicios de Inversión (BOE, 2007):

- Las sociedades de valores.
- Las agencias de valores.
- Las sociedades gestoras.
- Las empresas de asesoramiento financiero, conocidas por sus siglas EAFI.
- Las entidades de crédito.

Antes de la entrada en vigor de la MiFID, en España el servicio de asesoramiento financiero estaba considerado como un servicio auxiliar. Éste se desarrollaba, sobre todo, en la banca privada. A raíz de esta normativa se ha legislado todo lo que se refiere a esta materia, autorizando sólo a determinadas entidades y regulando la prestación del servicio (Castillo Arnalte, Hernández Gonzalez y Méndez Castro, 2012).

4.5. ASPECTOS RELEVANTES DE LA NORMATIVA MiFID PARA EL ASESORAMIENTO FINANCIERO.

La rápida y compleja evolución tanto del sector financiero como de todo el entorno económico, donde los inversores cada vez requieren más productos y servicios que se ajusten a sus necesidades, ha desembocado en la total necesidad de poner orden en el desarrollo de esta actividad.

La Directiva Europea sobre Mercados de Instrumentos Financieros ayuda en gran medida a preservar los derechos del inversor. Entre las principales iniciativas introducidas a través de esta Directiva, se destaca que en su ámbito de actuación se incluían nuevos instrumentos financieros y nuevos servicios, como el asesoramiento de inversión, lo que suponía un gran cambio para el ejercicio de la profesión, que hasta el momento no requería licencia ni registro alguno.

Frente al vacío legal previo entorno al asesoramiento financiero realizado fuera del ámbito de las entidades financieras, la Directiva regula dicho asesoramiento financiero a través de la creación de una nueva forma jurídica: las Empresas de Asesoramiento Financiero Independiente (E.A.F.I.).

La autorización de las EAFI corresponde a la CNMV y los requisitos que tienen que cumplir en caso de ser personas jurídicas son los siguientes (CNMV, 2014):

- *En relación a los requisitos financieros, se establece un capital inicial de 50.000 € totalmente desembolsado y un seguro de responsabilidad civil profesional.*
- *La mayoría de los miembros de su Consejo de Administración o, en su caso, su administrador, así como los directores generales, deben contar con conocimientos y experiencia adecuados para el ejercicio de sus funciones, además de honorabilidad empresarial y/o profesional.*
- *Estas sociedades deben contar con los procedimientos adecuados para cumplir sus obligaciones y con un Reglamento Interno de Conducta.*
- *Deben tener domicilio social y su administración central en territorio nacional.*
- *Deben haber presentado un plan de negocios que acredite su viabilidad.*
- *Las empresas de asesoramiento financiero no podrán contratar agentes para el desempeño de sus funciones.*

En definitiva, la Directiva de Mercados Financieros supone un cambio notable tanto en la legislación de mercados financieros europeos como en la actuación de todos los agentes que intervienen en dichos mercados y en los clientes. La MiFID ha interpuesto un régimen regulatorio para los servicios de inversión en toda la Unión Europea, y ha dado una directriz para afrontar los cambios e innovaciones que demandan los mercados en concepto de seguridad y protección de los inversores, introduciendo una nueva regulación muy detallada en cuanto a las normas de conducta de quienes presten servicios de inversión (Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros).

4.6. ETAPAS EN EL PROCESO DE ASESORAMIENTO FINANCIERO

Una vez detallado cómo está estructurado el mercado financiero español y los cambios producidos en la legislación es fundamental definir el proceso que tiene lugar para un correcto asesoramiento financiero.

El primer paso a la hora de crear una cartera es determinar conjuntamente con el inversor o cliente los objetivos que tiene con esa inversión concreta. Una vez clarificados los objetivos se eligen las estrategias para lograrlos y, a continuación, se asignan los tipos de activos más idóneos. Después es necesario tomar una referencia o *benchmark* que facilitará comparar la evolución de la cartera y, por último, seleccionar los activos que se incluirán finalmente en la misma.

4.6.1. Objetivos de la inversión

Antes de llevar a cabo una inversión se debe tener en cuenta cuál es exactamente el objetivo de la inversión. Este objetivo estará condicionado por el riesgo que se pretenda asumir. En términos generales, cualquier inversor es ciertamente averso al riesgo, pues todos ellos exigen una prima como compensación al riesgo que asumen. Según las características personales e individuales de cada inversor la aversión al riesgo varía. A pesar de las numerosas variables que intervienen en la determinación de un perfil de riesgo, las más importantes son las siguientes (Torres Gutiérrez, 2011):

- La actitud personal frente al riesgo. Cada persona actúa de una manera diferente ante las situaciones de incertidumbre que se producen a lo largo de su vida. Por ello, aquellos que sienten una alta dosis de nerviosismo cuando no controlan perfectamente lo que les sucede, tampoco tolerarán los cambios en el corto plazo a los que están sometidas las inversiones.
- El ciclo vital y el horizonte temporal del inversor. Depende de la etapa vital en la que se encuentre el inversor estará dispuesto a asumir un riesgo u otro. Se considera que las personas más jóvenes están más dispuestas a asumir riesgos mayores. También el horizonte en el que se quiere mantener la inversión determina el nivel de riesgo, pues cuanto mayor es el horizonte mayor es la incertidumbre y, por tanto, mayor es el riesgo.

- La formación y la experiencia financiera. El conocimiento que tiene el inversor sobre las variables que influyen en el riesgo de cada uno de los activos del mercado financiero y la frecuencia con la que opera en ese mercado.
- Patrimonio total y patrimonio financiero. Cuanto mayor sea el porcentaje de patrimonio financiero invertido en el mercado con respecto al patrimonio total, más propenso al riesgo será el inversor.
- Capacidad de generación de rentas no financieras. La actitud con respecto al riesgo es distinta para quienes las rentas procedentes de la inversión son rentas complementarias que para quienes dependen económicamente de las mismas.

El tipo de perfil de riesgo que tiene un inversor, y que por tanto debe concretar un asesor financiero antes de aconsejar cualquier inversión, viene contemplado en la normativa MiFID.

Esta normativa establece tres clasificaciones para los inversores: clientes minoristas, clientes profesionales y contraparte elegible (BOE, 2007) .

Los clientes minoristas tienen el derecho a recibir mayor volumen de información y una oferta de productos seleccionada de acuerdo a sus características individuales para que puedan valorar correctamente los riesgos inherentes a los productos que poseerán. Además, los clientes minoristas tienen el máximo nivel de protección. Esto es, deben firmar un contrato con la entidad financiera donde se detallan los derechos y deberes de las dos partes, y en el caso de que la prestación del servicio sea sólo asesoramiento también se deberá dejar constancia escrita de la recomendación realizada.

Por otro lado, se encuentran los clientes profesionales. Se caracterizan porque poseen la experiencia, los conocimientos y la capacidad financiera necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente los riesgos que conllevan estas decisiones. El nivel de protección que les otorga MiFID es medio. Éstos deberán cumplir, como mínimo, dos de los siguientes requisitos:

- Haber realizado al menos 10 operaciones por trimestre durante los cuatro últimos trimestres.
- Que la valoración de la cartera sea superior a 500.000 euros.

- Haber desempeñado un cargo en el sector financiero, como mínimo, durante un año.

Por su parte, las contrapartes elegibles son aquellos clientes que tienen el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera. El nivel de protección que MiFID les otorga es menor. Básicamente son entidades autorizadas para operar en los mercados financieros (empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros, bancos centrales, entre otros), así como los gobiernos (BOE, 2007).

Además de esta clasificación que debe hacer la Empresa de Servicios de Inversión (ESI) que aconseje al inversor, también es de obligado cumplimiento, siempre y cuando se opte por el asesoramiento financiero externo y no por una orden directa del cliente, cumplimentar un test de idoneidad. En el test de idoneidad se determina si la cartera y el producto recomendado son adecuados para el cliente teniendo en cuenta sus conocimientos, su experiencia, objetivos y situación patrimonial. Por otra parte, con el test de conveniencia se trata de comprobar si el inversor conoce los riesgos y las características de los productos que posee en su cartera. Por lo tanto, este test es obligatorio para los casos en los que el producto financiero sea un producto complejo o estructurado. Tras haber completado ambos test, el asesor financiero tiene que evaluar las respuestas y asignar un perfil de riesgo concreto: conservador, moderado, agresivo o muy agresivo. Este perfil puede variar a lo largo de la vida del inversor.

Una vez determinado el tipo de inversor y el nivel de riesgo que el inversor en cuestión va a asumir, es necesario concretar el objetivo de la inversión. Este objetivo se basará en:

- Optimizar la relación riesgo-rentabilidad. Todas las inversiones conllevan un riesgo. Por tanto, como se mencionó anteriormente, para un inversor que quiere asumir un riesgo dado el objetivo es maximizar la rentabilidad. Para el inversor que quiera una rentabilidad concreta, el objetivo será minimizar el riesgo a asumir.
- Detallar el horizonte temporal. En función de las necesidades de capital que tenga la persona, el asesor financiero dispondrá de un plazo distinto para lograr los objetivos de rentabilidad-riesgo previstos.

- Conocer el nivel de liquidez más adecuado. Es decir, ir variando el porcentaje invertido activos con riesgo reducido, esto es, en renta fija a corto plazo o depósitos a plazo fijo, dependiendo de las circunstancias (Gitman y Joehnk, 2008).

Después de haber aceptado un nivel de riesgo y una rentabilidad en un período concreto de tiempo y tener claro qué porcentaje de liquidez se va a tener, es necesario profundizar en el objetivo. Esto es, decidir si:

- Mantener el capital. Implica que la inversión sólo retornará un tipo de interés igual a la inflación, para así no perder poder adquisitivo y mantener el capital invertido.

$$\text{Capital final} = \text{Capital inicial} \times (1 + \text{inflación})$$

- Generar más capital. Supone que la inversión devuelve un interés ligeramente superior a la inflación pero sin asumir grandes riesgos. La rentabilidad conseguida se aproxima a la obtenida en los mercados de renta fija a largo plazo.

$$\text{Capital final} = \text{Capital inicial} (1 + \text{rentabilidad de la RF})$$

- Maximizar el patrimonio. Significa invertir en activos de riesgo alto y maximizar la relación riesgo-rentabilidad, para que la rentabilidad final sea igual a la rentabilidad que se logra en renta fija a largo plazo más un diferencial por riesgo asumido.

$$\text{Capital final} = \text{Capital inicial} (1 + \text{rentabilidad de la RF} + \text{diferencial})$$

En esta primera etapa se han puesto en común con el cliente o inversor cuáles son los objetivos concretos que él tiene para, a continuación, poder elegir las estrategias que más se adecúen a esos objetivos previamente establecidos (Lozano y Brun, 2008).

4.6.2. Estrategias en la gestión

Como se vio anteriormente, los objetivos que podía tener el inversor se centraban en mantener, generar o maximizar el capital. Para ello, es necesario escoger las estrategias adecuadas:

- Estrategias generales: Gestión pasiva vs. Gestión activa.
- Estrategias específicas: Diversificación vs. Especialización.
- Otras: Inversión Colectiva vs. Inversión Directa.

A la hora de elegir entre gestión pasiva o gestión activa entra en juego la concepción que el asesor financiero tiene sobre la eficiencia de los mercados. Si el asesor considera que el mercado es eficiente, se decantará por la gestión pasiva; mientras que si considera que existen ineficiencias, optará por la gestión activa.

En el primer caso, la gestión de la cartera se caracteriza por emplear productos financieros que replican al mercado, esto es, que tratan de obtener la misma rentabilidad. El gestor construye una cartera en el momento inicial que apenas modificará a lo largo de la vida de la inversión. La compra-venta de productos o títulos en este tipo de gestión es escasa o incluso nula, ya que la estructura de la cartera se diseña al principio con miras a que esté preparada ante las futuras fluctuaciones del mercado. En cambio, la gestión activa consiste en tratar de batir al mercado. El asesor cree que los precios de las acciones y productos no reflejan fielmente toda la información. Por ello, la cartera construida inicialmente se verá modificada en numerosas ocasiones, tanto en las proporciones de renta fija, renta variable o liquidez, como en los activos concretos. Además, esta estrategia requiere una atención constante al mercado y a su evolución. En la gestión activa se emplean numerosas técnicas como el análisis fundamental, análisis técnico, análisis de carteras eficientes., etc. mientras que en la gestión pasiva simplemente se busca una referencia o *benchmark* y se replica.

Después de haber seleccionado la estrategia general que se seguirá en la gestión de la cartera, se elige la estrategia específica. La diversificación, según lo detallado con anterioridad, consiste en la reducción del riesgo mediante la inversión en distintos sectores, en distintos países, o en distintos tipos de activos. Y en el lado contrario está la especialización, que opta por centrarse en un sector concreto, país o activo con el

objetivo de aprovecharse de todas las ventajas, incrementos de valor, etc. que tenga (García Boza, 2013).

En tercer lugar, es muy importante determinar si la inversión a realizar será colectiva, es decir, aportando capital a un fondo común o si, por el contrario, se realiza invirtiendo directamente en un activo concreto. Dependiendo de la estrategia por la que se opte las ventajas serán unas u otras:

- La inversión colectiva:
 - Supone para el inversor tener acceso a cualquier mercado e instrumento que, en muchos casos, no están a su alcance.
 - Permite beneficiarse de una gestión profesional, es decir, de la experiencia del profesional a la hora de analizar los mercados, investigar las empresas y tomar decisiones de inversión buscando la mayor rentabilidad de acuerdo con la política de inversión del fondo.
 - Además, tiene menores costes por operaciones en los mercados
 - Y permite diversificar mejor gracias al conocimiento del mercado en el que opera y al volumen que invierte.

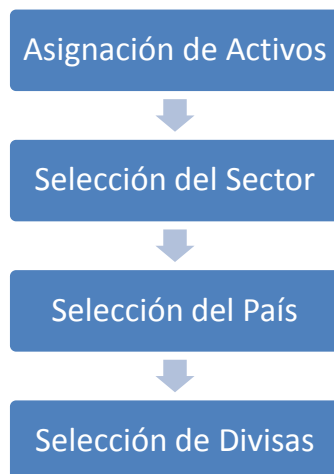
- La inversión en directo:
 - Presenta una mayor potencial de rentabilidad que la inversión colectiva.
 - Además, los gastos y las comisiones por invertir directamente en los valores son significativamente menores.
 - Al invertir directamente el inversor obtiene una renta periódica pues se beneficia de los dividendos que reparten las empresas.
 - Este inversor también tiene libertad total para invertir o no en los valores que considere oportunos.

Una vez definidas todas las estrategias anteriores se debe elegir el peso o importancia que se le concederá a cada categoría de activos, algo que será fundamental para poder conocer qué parte de la rentabilidad ha venido otorgada por cada una de esas categorías.

4.6.3. Aportación de cada activo

Antes de comenzar a elaborar una cartera el asesor analiza los mercados y, teniendo en cuenta el perfil del inversor y las expectativas de crecimiento que tiene cada mercado, otorgará un peso u otro a cada mercado y categoría. En este sentido, el asesor comenzará a determinar dónde quiere estar exactamente invertido:

Gráfico 4.6.1.: Categorías en la que el asesor decide invertir.



Fuente: elaboración propia.

La asignación de activos o *asset allocation* consiste en determinar qué porcentaje exactamente de la inversión total está destinado a:

- Renta fija (RF): deuda de los Estados o de las empresas.
- Renta variable (RV): participaciones en el capital de las distintas compañías.

Según el perfil de riesgo del inversor, los porcentajes² más adecuados son: (Mateu Gordon, 2014)

- Conservador: RV 20%, RF 80%
- Moderado: RV 20%-40%, RF 60%-80%
- Agresivo: RV 50%-75%, RF 25%-50%
- Muy agresivo: RV >75%, RF <25%

² Los porcentajes son meras aproximaciones. Depende de cada cliente particular la proporción exacta en cada categoría.

De este modo, se pueden constituir diversas combinaciones de renta fija y de renta variable según sea el perfil del inversor, es decir, si es más arriesgado o menos. Un inversor arriesgado tenderá a preferir renta variable, mientras que un inversor conservador se decantará por renta fija o liquidez. Dentro de cada perfil existen más combinaciones intermedias adaptadas a cada inversor según la combinación de rentabilidad y riesgo que prefiera, ya que con mayor porcentaje de renta variable mayores serán las expectativas de rentabilidad aunque también lo será el riesgo asumido, y viceversa.

Posteriormente a haber asignado los porcentajes, el asesor debe detectar el sector con mayor potencial de beneficios. A la hora de decidir estos sectores conviene revisar los informes periódicos de expectativas de crecimiento económico que elaboran organismos como la OCDE, el FMI, el Banco Mundial, etc. (Calvo, 2014)

Tras determinar la importancia que se le concederá a cada uno de los tipos de activos, los sectores y países en los que se va a estar invertido, y la divisa con la que se va a operar, el asesor analizará qué referencia va a escoger para la medición de los resultados de las decisiones de inversión tomadas una vez construida la cartera.

4.6.4. Elección del *benchmark*

Tal y como afirman (Lozano y Brun, 2008) *un benchmark es un índice, título o cartera utilizado para el análisis de la evolución de un mercado y que también sirve para medir los resultados obtenidos por carteras o títulos similares*. Por ejemplo, si un asesor aconseja realizar una inversión en la que el inversor ha obtenido una rentabilidad del 4%, éste no puede saber si el asesor ha hecho bien su trabajo sino tiene un índice con el que compararlo. Para ello se emplea un *benchmark*, ya que si en el caso anterior el *benchmark* ha obtenido un 9% de rentabilidad, el inversor tendrá la certeza de que el asesor no ha sabido interpretar correctamente las señales del mercado. Por el contrario, si el *benchmark* fuera del 1%, entonces el asesor habría sabido anticiparse al mercado y lograr unos beneficios mayores de los que cabría esperar³.

Para saber si un *benchmark* es efectivo debe cumplir dos características:

- Se tienen que poder conseguir datos diariamente, para poder comparar con bastante frecuencia la cartera con el índice de referencia.

³ Se asume la hipótesis de que el asesor y el *benchmark* asumen el mismo riesgo.

- Tiene que tener el máximo parecido posible con la cartera. Es decir, si el inversor tiene toda su inversión colocada en acciones de empresas españolas de nada le servirá compararla con el *Nikkei 225*, pues éste es un indicador de la cotización de acciones de empresas japonesas. No obstante, el indicador más adecuado para este inversor sería el *Ibex 35*, pues hace referencia a la cotización de las principales empresas españolas.

Existen diferentes tipos de referencias a tener en cuenta para comparar las carteras, se distinguen (Tena Rodríguez, 2000):

- Índices comunes
 - Mercados de cotización (*Eurostoxx 50, S&P 500, etc.*).
 - Tipos de activo (*IBOXX Euro-Corporates3-5 years, CitiGroup EuroBIG Corporate, etc.*).
 - Sectores industriales (*Dow Jones Telecommunications Titans 30 Index, etc.*).
 - Capitalización (*Small-Cap, Mid-Cap, etc.*).
 - País (Argentina, India, China, etc.).
- Índices sintéticos. Ante inversiones globales los asesores y gestores crean índices concretos que representan adecuadamente la tipología de su inversión y así les es más fácil comparar inversiones de distintos países, sectores, etc. con esta referencia a medida.
- *Peer groups*. En muchas ocasiones, los inversores tratan de averiguar exactamente la calidad de su asesor o gestor a través de una comparación con el asesoramiento y la gestión realizados por otros especialistas en mercados financieros. En este caso, el cliente está comparando la rentabilidad conseguida por su experto con la que han conseguido otros expertos, independientemente de lo que haya sucedido en el mercado.

Por tanto, es fundamental elegir correctamente el *benchmark* ante la gran variedad de tipología de activos que hay en la actualidad en los mercados, para poder así comparar la evolución de la inversión y determinar la calidad del servicio prestado por el asesor.

4.6.5. Identificación de activos

Es muy amplio el abanico de productos que se abre a la hora de elegir vehículos para acometer la inversión. La clasificación principal distingue estos productos según sean de renta fija, de renta variable o mixtos.

Los asesores financieros siempre tienen en cuenta, no sólo la rentabilidad financiera sino también la rentabilidad fiscal. Por eso, es imprescindible conocer el tratamiento fiscal que le da el legislador a cada uno de los productos financieros que están presentes en los mercados, pudiendo así aprovechar y combinar todas las ventajas fiscales existentes y combinarlas con la rentabilidad financiera.

Entre los productos más utilizados por los gestores, asesores financieros independientes, y entidades financieras y bancarias se distinguen los que se encuentran a continuación:

- Renta fija
 - Letras del Tesoro. El Tesoro emite Letras con plazos de hasta 18 meses. Éstas son emitidas mediante subasta, el importe mínimo es de 1.000 € y las peticiones superiores han de ser múltiplos de esta cantidad. Son valores emitidos al descuento.
 - Bonos y Obligaciones. Valores emitidos por el Tesoro mediante subasta o bien por las empresas. La única diferencia entre un bono y una obligación es el plazo, mientras para los bonos oscila entre 2 y 5 años, para las obligaciones el plazo está entre 5 y 30 años. El importe mínimo que se puede solicitar es de 1.000 € y las peticiones superiores han de ser múltiplos de esta cantidad. Estos valores pagan intereses anuales en forma de cupón.
 - Pagarés de Empresa. Emitidos por sociedades. Sus vencimientos son a 3, 6, 12 o 18 meses. Son emitidos al descuento.
 - Cédulas Hipotecarias. Son valores emitidos por entidades de crédito a un plazo de entre 3 y 10 años. Están garantizados por las hipotecas que tiene la institución financiera.

La fiscalidad de todos estos activos de renta fija es la siguiente:

- Renta Variable

- Acciones. Son partes proporcionales del capital social de una empresa mercantil que otorgan a su propietario el derecho a participar en los beneficios y pérdidas de esa sociedad.

La tenencia de acciones confieren a su propietario derechos de carácter económico (participar en el reparto de ganancias, preferencia en la suscripción de acciones nuevas y obligaciones convertibles, y participar en el patrimonio resultante tras la liquidación de la sociedad) y derechos de carácter político (asistir y votar en las Juntas Generales, impugnar acuerdos sociales y derecho a la información).

- Mixtos.

- Fondos de inversión. Son un instrumento de inversión que reúne las aportaciones de diversos inversores o partícipes para que una entidad gestora se encargue de invertir el conjunto de las aportaciones en activos financieros, consiguiendo una rentabilidad para los inversores. No requieren grandes cantidades de dinero, están gestionados por un equipo de gestores expertos, tienen total liquidez, permiten acceder a mercados a los que siendo clientes particulares no se podría acceder y proporcionan diversificación de activos.
- ETF's o fondos cotizados. Son un instrumento de inversión que reúne las aportaciones de diversos inversores o partícipes para que una entidad gestora se encargue de invertir el conjunto de las aportaciones en activos financieros, consiguiendo una rentabilidad para los inversores. Estos fondos imitan la evolución de un índice o de un conjunto de valores y cotizan en la Bolsa. Se caracterizan por tener liquidez y unos costes reducidos.
- Seguros “*unit-linked*”. Es un seguro de vida que invierte las primas aportadas en Instituciones de Inversión Colectiva. El tomador es quien asume el riesgo de las inversiones que se realizan con sus primas, al tiempo

que tiene la capacidad de decidir dónde se realizan esas inversiones dentro de un abanico que le ofrece la entidad aseguradora.

Todos los productos detallados hasta ahora tributan de la siguiente manera:

Tabla 4.6.1.: Tributación para renta fija, renta variable y activos mixtos 2014-2016.

	2014	2015	2016
Hasta 6.000€	21%	20%	19%
Entre 6.000€ y 50.000€	25%	22%	21%
A partir de 50.000€	27%	24%	23%

Fuente: elaboración propia.

- Plan de pensiones. Es un instrumento de ahorro a largo plazo, cuyo objetivo principal es complementar la pensión de jubilación percibida por la Seguridad Social. Los fondos de pensiones son patrimonios creados con el objeto de dar cumplimiento a planes de pensiones. Estos patrimonios creados ceden su gestión a una entidad que los gestiona y administra.
- Plan de previsión asegurado (PPA). Son contratos de seguro de vida-ahorro que proporcionan al asegurado una rentabilidad garantizada y es necesario cumplir una serie de requisitos: el contribuyente debe ser el tomador, asegurado y beneficiario, deben tener como cobertura principal la de la jubilación, el plan tiene que garantizar un tipo de interés y sólo se permite la disposición anticipada en los supuestos de desempleo de larga duración y enfermedad grave.
- Planes individuales de ahorro sistemático (PIAS). Es un instrumento de ahorro-previsión a largo plazo que tiene la finalidad de constituir una renta vitalicia asegurada y no está vinculado a ninguna contingencia. Sus principales características son las siguientes: es un seguro de vida individual, la condición de tomador, asegurado y beneficiario recae sobre la misma persona, el límite máximo anual en concepto de primas es de 8.000€

el importe total de las primas acumuladas no superará los 240.000€ por contribuyente y el horizonte temporal de la inversión-previsión es de 10 años. Este producto tributa como una renta vitalicia.

- Seguros de vida-ahorro. Es un seguro de vida-ahorro cuyo objetivo es ir consolidando un ahorro a medio-largo plazo. Si las prestaciones se reciben en forma de capital (pago único) tributa según lo visto en la tabla 4.6.1 Si las prestaciones se reciben en forma de renta tributa como una renta temporal o como renta vitalicia.

Tras haber identificado los productos disponibles que más se ajusten al inversor en cuestión se da por concluido el proceso de estructuración de la cartera. El siguiente paso consistirá en elaborar con todas las condiciones establecidas previamente para que cumpla con las expectativas en cuanto a eficiencia, rentabilidad y riesgo (García Olalla, et al, 2014; Marín y Rubio, 2001; Martínez Álvarez, 2012).

4.6.6. Análisis de activos

Después de establecer las características básicas que guiarán la posterior elaboración de la cartera es necesario hacer un análisis que determine los activos idóneos para materializar la inversión.

Este proceso de análisis para decidir qué activos concretos incluir en la cartera, se puede estructurar en dos niveles:

El análisis fundamental es un método de análisis en el que se trata de establecer la realidad económica y financiera de una empresa. Basándose en el análisis financiero (cuentas anuales) y el análisis económico (coyuntura económica, evolución de los mercados, evolución del sector, etc.), tiene como finalidad determinar el valor objetivo de la empresa (Bolsa de Madrid, 2014). Según la hipótesis semifuerte, no es posible la consecución de beneficios extraordinarios analizando estos indicadores y toda esta información, pues ya es pública y, por tanto, los precios ya la están reflejando. En consecuencia, los analistas fundamentales únicamente conseguirán beneficios adicionales si disponen de unos medios y herramientas de interpretación de datos superiores a los de los demás analistas o inversores (Gitman y Joehnk, 2008; Serrat, 2005).

Aparte del análisis fundamental, se puede realizar análisis técnico, una metodología utilizada para prever la dirección futura de las cotizaciones mediante el estudio de datos históricos de los mercados, principalmente las cotizaciones y los volúmenes. Apuesta por que los inversores y analistas logren beneficios examinando las tendencias históricas del mercado para poder detectar las tendencias futuras. Esto es así porque, según el análisis técnico, el mercado no se corrige inmediatamente sino que sigue un proceso de ajuste hasta llegar a incorporar toda la información y todo el análisis. Este período de ajuste es el tiempo que propone el análisis técnico para lograr beneficios extra. No obstante, según la hipótesis débil, la consecución de estos beneficios extraordinarios no resulta posible, ya que todos los inversores conocen la información y son conscientes de ese período de ajuste y, por tanto, no habría lugar para ese tiempo que el mercado tardaría en ajustarse, pues todos disponen de la misma información.

En general, la mayoría de los analistas financieros suelen utilizar la combinación de ambas técnicas para llegar a resultados más fiables. Sin embargo, no siempre es posible aplicar ambos tipos de análisis, ni dentro de cada tipo aplicar todos los métodos existentes. Esto es debido a las limitaciones en lo que a tiempo y obtención de datos suficientes se refiere, pues por un lado lograr tal cantidad de información resulta muy tedioso y, por otro, gran parte de la información necesaria no se encuentra publicada.

Dentro de cada uno de estos tipos de análisis existen varios ratios y métodos diferentes que se van a emplear en la parte empírica de este trabajo y donde se detallarán en profundidad.

Asimismo, es necesario recordar que tan importante es crear una cartera adecuada al inversor como hacer un seguimiento de la misma, tanto si el asesor ha optado por gestión activa como si ha elegido la gestión pasiva. En los casos en los que se opta por la gestión activa, como se mencionaba con anterioridad, el control debe ser más frecuente y exhaustivo que en los casos en que se prefiere la gestión pasiva (Codina Castro, 2012; Ferrer, 2010).

4.6.7 Control sobre los activos de una cartera

Para lograr los objetivos de rentabilidad, eficiencia y riesgo, es necesario ejercer un control sobre los activos de esta cartera y comprobar de este modo que dichos objetivos se cumplen. De lo contrario, habría que modificar la cartera para garantizar los acuerdos a los que se ha llegado con el cliente en el proceso de estructuración.

Realizar un control sobre la inversión total es posible gracias a los métodos que se encuentran disponibles, ya que estos permiten detectar desviaciones y corregirlas.

De entre los diversos métodos existentes, en la elaboración del caso práctico se tienen en cuenta los siguientes:

- Ratio de *Sharpe*

Este ratio estima la remuneración en términos de rentabilidad que obtiene cada gestor con cada unidad extra de riesgo (tanto sistemático como específico).

Este índice se calcula por la siguiente expresión:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Siendo:

R_p : La rentabilidad de la cartera en el período de análisis.

R_f : La rentabilidad del activo libre de riesgo en el período de análisis.

σ_p : Desviación típica (volatilidad) de la rentabilidad de la cartera durante el periodo de análisis.

Cuanto mayor es este ratio mayor es la rentabilidad que genera el activo por cada unidad que asume de riesgo.

La medida de *Sharpe* no presupone la verificación de ningún modelo, mide el riesgo de forma global y es aplicable a un amplio espectro de fondos (renta variable, mixtos, fondos internacionales, etc).

- **Modelo C.A.P.M**

Desarrollado por Markowitz, Sharpe, Lintner y Mossin entre otros. Contempla la relación existente entre la cotización de un activo y el riesgo que se asume con dicho activo. Permite calcular la rentabilidad esperada del activo teniendo en cuenta el riesgo que supone.

Como se verá en la parte práctica, β es el coeficiente beta del activo concreto, es decir, es la volatilidad de la rentabilidad del activo. Por ello, conviene que el gestor sepa que:

- Si $\beta=0$, la rentabilidad esperada del activo será igual al rendimiento de equilibrio de un activo libre de riesgo.
- Si $\beta=1$, representa el riesgo de la cartera de mercado.
- Si $\beta>1$, indica que la rentabilidad del activo tendrá un riesgo superior a la rentabilidad del mercado (activos agresivos).
- Si $\beta<1$, indica que la rentabilidad del activo tendrá un riesgo inferior a la rentabilidad del mercado (activos defensivos).

Cuanto mayor sea beta, más riesgo tendrá el activo seleccionado, aunque también mayor será su rentabilidad, y viceversa.

- **Alfa de Jensen**

Mide la calidad de la gestión desarrollada por un gestor. Compara la rentabilidad esperada de un activo con la rentabilidad real obtenida. La rentabilidad esperada es el rendimiento que, como mínimo, debería obtener el gestor.

$$\alpha_c = \bar{r}_c - E [rc]$$

Siendo:

α_c es el Alfa de Jensen.

\bar{r}_c es la rentabilidad real obtenida.

$E [rc]$ es la rentabilidad esperada.

Si un gestor es mejor que el resto del mercado, debe superar de forma consistente las primas de rentabilidad por riesgo que se obtienen en dicho mercado.

Si α es la rentabilidad obtenida en la cartera por el gestor con respecto al resto del mercado:

- Si $\alpha > 0$: buena gestión. Los gestores están incorporando valor añadido en su gestión.
- Si $\alpha < 0$: mala gestión. Los gestores no son capaces de alcanzar la rentabilidad correspondiente a una estrategia pasiva de mercado.
- Si $\alpha = 0$: los gestores no aportan valor.

▪ Coeficiente de determinación R^2

Refleja el porcentaje de variación de la rentabilidad de la variable dependiente (en este caso, la rentabilidad del activo) que puede ser explicado por la variable independiente (la rentabilidad de su índice de referencia o *benchmark*).

Se interpreta como las fluctuaciones de rentabilidad del activo que pueden explicarse por la evolución del índice escogido.

▪ Precio objetivo

Es el precio que estima un analista, es decir, al precio al que debería cotizar la acción o debería valer un activo. Si el precio objetivo está muy por encima del precio real, significará que es recomendable efectuar una orden de compra y seleccionar así el activo para la cartera. En el caso de que el precio objetivo se encuentre muy por debajo del precio real, lo recomendable sería interponer una orden de venta.

▪ Potencial

Indica la desviación del precio objetivo respecto a la cotización. Cuando la cotización está por encima del precio objetivo el potencial es negativo, y viceversa.

Gracias a la aplicación de todos estos mecanismos de control, junto con la medida de la rentabilidad y de la volatilidad, se puede comprobar si los activos de la cartera cumplen adecuadamente con todos los requisitos previos establecidos en la fase de estructuración por el cliente. En caso contrario, estas medidas pueden detectar una desviación de los objetivos iniciales, permitiendo que el asesor realice cambios para subsanar las desviaciones (Lozano y Brun, 2008).

En este punto finaliza el proceso de estructuración, elaboración y posterior control de la cartera. Tras los resultados obtenidos hasta este momento se procederá a comunicarle al cliente cuál es exactamente su cartera, y a explicarle el porqué de las decisiones tomadas.

A continuación, con el objetivo de observar el proceso en la práctica, se procede a realizar la aplicación práctica del proceso completo en la entidad de asesoramiento financiero Getino Finanzas E.A.F.I.

5. EL CASO DE UN CLIENTE PROTOTIPO DE GETINO FINANZAS E.A.F.I.

El principal motivo por el cual se ha optado por Getino Finanzas EAFI es porque es una muestra representativa de cómo realizan su labor todo el conjunto de empresas de asesoramiento financiero independiente.

Según indica la CNMV (CNMV, 2014), de las ciento sesenta EAFI que hay registradas en España, ésta es la única que se encuentra ubicada en la ciudad de León y, además, esta entidad tiene un acuerdo de colaboración con la Universidad de León para la formación de alumnos a nivel profesional, motivos por los cuales conseguir la información para realizar este trabajo ha sido menos complejo. En primer lugar, es necesario conocer un poco más en profundidad esta E.A.F.I.

5.1. GETINO FINANZAS E.A.F.I.

Tras la experiencia de más de 25 años en el sector, el Grupo Getino crea en 2011 un nuevo área de negocio en León denominada Getino Finanzas E.A.F.I, Empresa de Asesoramiento Financiero Independiente, inscrita con el número 71 en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Su objetivo es ofrecer al cliente un servicio integral de planificación financiera, que marque unos objetivos claros y alcanzables de liquidez para el futuro de una persona y su familia.

Los servicios de asesoramiento financiero independiente que ofrece son los siguientes:

- Para pequeños inversores o ahorradores.
- Para familias empresarias con gran patrimonio.
- En materia de adquisiciones y fusiones, búsqueda de inversores, asesoramiento estratégico y valoración de empresas.
- Para familias con personas con discapacidad intelectual, física o sensorial.

Durante los últimos años esta entidad se ha desarrollado exponencialmente hasta abrir dos nuevas sedes en Madrid y Valencia. Gracias a la colaboración de esta empresa, en el siguiente apartado de este trabajo se va a analizar y a detallar un caso práctico real sobre

el procedimiento de estructuración, elaboración y control de una cartera de un nuevo cliente de esta compañía (Getino Finanzas E.A.F.I).

5.2. PROCESO DE ASESORAMIENTO FINANCIERO EN GETINO FINANZAS E.A.F.I.

5.2.1. Estructuración de la cartera del cliente

A la hora de concretar cuál será la estructura de la cartera que se va a crear es necesario conocer con cierta profundidad al cliente. En este caso, en Getino Finanzas E.A.F.I. se comienza teniendo una entrevista personal con el potencial cliente. En esta ocasión, la entrevista se realizó junto al Director General y Asesor Financiero, Ernesto Getino de la Mano, en las oficinas del cliente en el mes de julio de 2014.

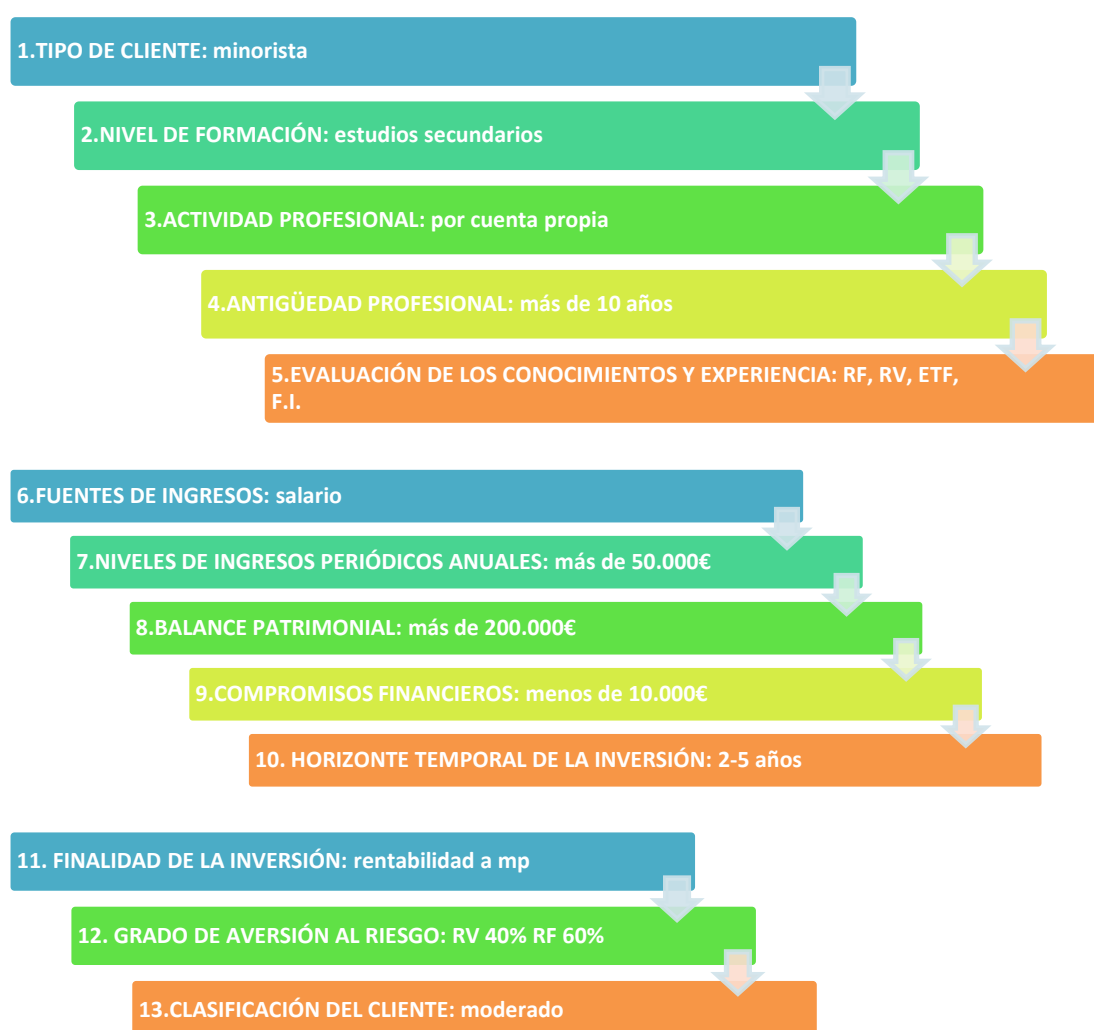
En primer lugar, se hizo una presentación de la empresa y de los servicios que presta; de esta forma, se pudo poner en situación al cliente. En este caso, se trataba de un hombre de aproximadamente 50 años, casado y con cargas familiares. El perfil de riesgo de este inversor se puede concretar:

- La actitud personal frente al riesgo. Es un hombre dedicado a los negocios desde que comenzara su vida profesional y sostenía que de su vida profesional había aprendido que no siempre se pueden tener todas las variables controladas, que el mercado varía y hay que saber adaptarse continuamente para seguir adelante.
- El ciclo vital y el horizonte temporal del inversor. Como se comentaba anteriormente, es un hombre de mediana edad que ya ha amortizado su hipoteca, aunque aún tiene a su cargo dos hijas. Dentro de aproximadamente cinco años prevé que tendrá que realizar un desembolso importante. Por este motivo, el inversor quiere generar capital a partir de los ahorros que ha conseguido durante su vida.
- La formación y la experiencia financiera. El conocimiento que tiene el inversor es bastante escaso, puesto que en los últimos años había confiado en su entidad financiera para que le gestionase su patrimonio. Debido a los pésimos resultados obtenidos por esta entidad, el cliente se puso en contacto con Getino Finanzas para que lograsen incrementar su patrimonio.

- Patrimonio total y patrimonio financiero. El cliente quería invertir un 70% del patrimonio total del que disponía ahorrado, lo que se materializaba en una inversión de 100.000 euros.
- Capacidad de generación de rentas no financieras. Este inversor mantiene a su familia haciendo uso de su salario mensual, por lo que las rentas financieras procedentes de esta inversión únicamente se destinarán a hacer frente al importante desembolso que prevé tener en 2019.

Una vez realizada la entrevista personal y habiendo adquirido una visión global de la situación personal del inversor y una primera aproximación de su perfil de riesgo, se le entregó un test de idoneidad para que lo cumplimentara, que constaba de las siguientes partes:

Gráfico 5.2.1.: Estructura test de idoneidad de Getino Finanzas.



Fuente: elaboración propia.

Gracias a la cumplimentación de este test, se pudo clasificar al inversor como cliente minorista, ya que:

- No había realizado al menos 10 operaciones por trimestre durante los cuatro últimos trimestres.
- Que la valoración de la cartera era de 100.000 euros, y por ende, inferior a 500.000 euros.
- No había desempeñado específicamente un cargo en el sector financiero.

Además, también se pudo extraer el perfil de riesgo del cliente. En este caso, era un inversor moderado, el cual estaba dispuesto a destinar un 40% a renta variable mientras que el 60% de la inversión deseaba tenerla en renta fija.

Como comunicó al principio de la entrevista, su principal objetivo era generar capital a partir de sus ahorros en un horizonte temporal de hasta 5 años, concretamente, la cantidad que quería recuperar al finalizar la inversión era de 130.000 euros. Esto implicaba conseguir un interés superior a la inflación y similar o incluso algo superior a la rentabilidad de la renta fija a largo plazo. A continuación, se planteó la estrategia a seguir para lograr el objetivo de generar capital en el plazo acordado. La estrategia más adecuada para este cliente se basaba en:

- Gestión activa, puesto que Ernesto Getino, el asesor financiero, considera que el mercado no es del todo eficiente y puede batirlo. Además, dado el momento actual de tanta volatilidad en precios, la gestión activa permite aprovechar mejor las fluctuaciones de los mercados.
- Diversificación, ya que el inversor es moderado y sólo está dispuesto a asumir determinados riesgos, por lo que es altamente recomendable elaborar una cartera reduciendo lo máximo posible el riesgo no sistemático.
- Inversión colectiva, dado que se puede optar a multitud de mercados que con la inversión directa sólo optas si el patrimonio invertido es muy elevado, y además de esta forma se mejora la diversificación anterior.

El siguiente paso a la elección de la estrategia fue decidir dónde se quería estar invertido. En esta decisión el inversor comenzó determinando que estaba dispuesto a

invertir un 40% del patrimonio en renta variable, mientras que el 60% restante lo destinaría a renta fija debido a su perfil moderado. Partiendo de esta premisa, y basándose en las tendencias del mercado que semestralmente publica la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) en su informe *Economic Outlook* (OECD, 2014), se decidió que los sectores, regiones y divisas más atractivos con respecto al perfil del inversor y, por tanto, con mayor potencial de rentabilidad eran:

- Regiones: Zona Euro, Estados Unidos, Reino Unido y Asia emergente. En primer lugar, los que tienen un mayor recorrido son los países emergentes, aunque llevan asociado un riesgo mayor debido a las condiciones e inestabilidad que rodea a estas regiones de Asia. Por tanto, debido al perfil moderado del cliente se optó por invertir de forma mayoritaria en zonas más estables y otorgar un peso menor a estas regiones emergentes.
- Sectores: servicios públicos, salud, servicios financieros, tecnología y productos de consumo cíclico. En concreto, el sector bancario, puesto que tiene mucho terreno por recuperar después de los buenos resultados de la mayoría de entidades en los test de estrés publicados en el mes de octubre. Además, el sector de las telecomunicaciones y tecnológico, debido a las innovaciones que se están llevando a cabo en estos campos. Y, por último, el sector de las energías, especialmente las renovables, como consecuencia del desarrollo de la legislación favorable para estas compañías.
- Divisas: Euro, debido a que es una divisa muy fuerte y seguirá siéndolo en 2015, pese a las ligeras fluctuaciones que soportará según este informe.

Esta selección está adecuada al nivel de riesgo que quiere soportar el cliente, ya que las zonas, sectores y divisas escogidos son relativamente estables. Si dicho perfil hubiera sido más arriesgado las regiones, los sectores y la divisa habrían sido ligeramente modificados. Así, se podría optar por países más inestables de América Latina o de la región de Australasia, o se podría haber escogido el yen japonés.

En muchas ocasiones, la diferencia entre una buena gestión y una gestión brillante radica en la capacidad del gestor para anticiparse a las tendencias futuras.

Tal y como se explicó en la parte teórica, establecer un índice de referencia con el que comparar los futuros resultados es clave para evaluar la gestión y el asesoramiento. En

este caso, se eligieron varios *benchmark*: el *Ibex35* y el *Barclays Capital Euro Aggregate Bond*, puesto que con el primero de ellos se hará una comparación para la renta variable y el segundo se comparará con la renta fija.

Hasta este momento estaba claro cuánto se iba a invertir, dónde y qué referencia se iban a tomar para comparar la evolución de las rentabilidades, pero faltaba uno de los pasos más importantes: qué vehículo utilizar para materializar la inversión. Entre las múltiples alternativas que ofrecía en ese momento el mercado financiero, se optó por las siguientes:

- Fondos de inversión.
- Acciones
- ETF

La razón principal que llevó a elegir éstos vehículos y no otros fue la gran diversificación que se logra gracias a la utilización de la inversión colectiva, puesto que se puede acceder a multitud de mercados y regiones. Además, otra de las características más significativas de estos vehículos fue su liquidez, ya que puedes comprarlos y venderlos cuando quieras sin necesidad de que haya cruces de órdenes. También resultó muy interesante para el cliente la posibilidad de traspasar la inversión entre fondos sin pagar peaje fiscal y no asumir retenciones a cuenta al emplear el ETF.

En este momento había finalizado el proceso de estructuración de la cartera. El siguiente paso a dar era encontrar un fondo de inversión, unas acciones y un ETF concretos que cumplieran con los requisitos establecidos en la fase de estructuración de la cartera.

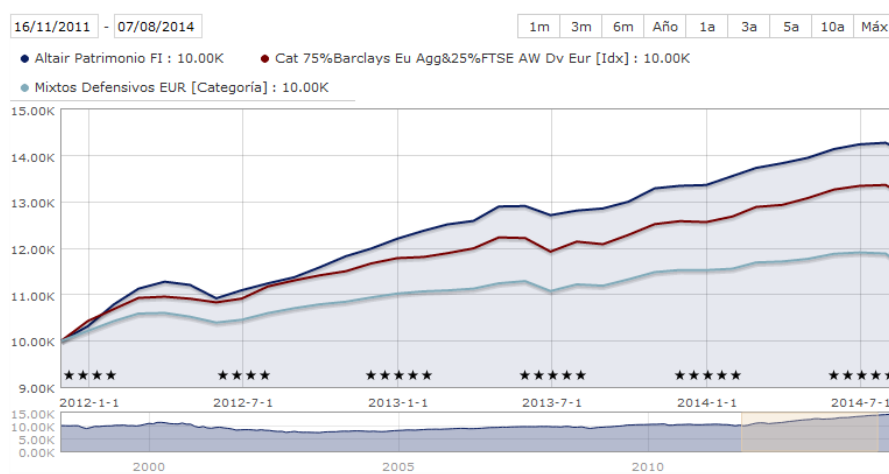
5.2.2 Elaboración de la cartera

Fueron varios los tipos de vehículos seleccionados en el apartado anterior que cumpliesen con las especificaciones de riesgo-volatilidad-rentabilidad, y varios también que además estuvieran presentes en las regiones, sectores y divisa mencionados. Sin embargo, de todos ellos, los que presentaron mejores resultados ante el análisis fundamental y el análisis técnico fueron los tres que se analizan a continuación:

- **ALTAIR PATRIMONIO F.I.** Es un fondo de inversión. Tiene como política de inversión estar invertido entre un 90%-100% en renta fija y entre un 0%-10% en renta variable. Además, su evolución hasta el momento había sido la siguiente según el gráfico de líneas 5.2.2.

Este tipo de gráfico está formado por diversos puntos que representan la evolución del valor liquidativo del fondo a lo largo de un período de tiempo y se encuentran unidos a través de una línea que indica de un solo golpe de vista la evolución del valor.

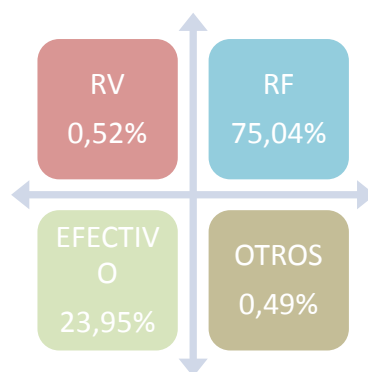
Gráfico 5.2.2.: Evolución de la rentabilidad del Altair Patrimonio F.I.



Fuente: Morningstar.

Según se aprecia en el gráfico 5.2.2, la rentabilidad del fondo supera con creces los dos índices tomados como referencia. En las fechas previas a la adquisición, estos porcentajes de renta fija y variable estaban distribuidos como sigue:

Gráfico 5.2.3.: Distribución del segundo trimestre de 2014 de Altair Patrimonio F.I.



Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

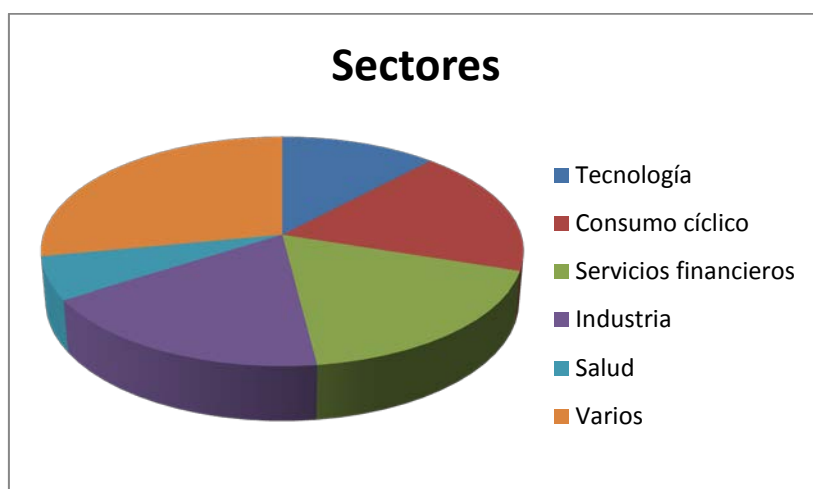
Este fondo invertía en la mayoría de las regiones y sectores que se tenía como requisito, según se desprende de la tabla 5.2.1 y del gráfico 5.2.4:

Tabla 5.2.1.: Desglose por regiones en tanto por ciento de Altair Patrimonio F.I.

EE.UU.	10,39
CANADÁ	0,33
IBEROAMÉRICA	0,09
REINO UNIDO	16,23
ZONA EURO	61,68
EUROPA EX EURO	7,57
EUROPA EMERGENTE	1,14
ÁFRICA	0,08
ORIENTE MEDIO	0,00
JAPÓN	1,66
AUSTRALASIA	0,23
ASIA DESARROLLADA	0,22
ASIA EMERGENTE	0,40

Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

Gráfico 5.2.4.: Desglose por sectores en tanto por ciento de Altair Patrimonio F.I.



Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

El principal motivo por el que se eligió este fondo es porque invierte en las compañías más estables de cada uno de los sectores anteriores como se aprecia en la tabla 5.2.2. De este modo, este fondo está apostando por valores seguros cuya calidad crediticia refleja una *capacidad adecuada para cumplir con sus compromisos financieros* según afirma (Standard & Poors, 2014) en su rating a

las principales posiciones del fondo, algo que implica solidez de las compañías o emisores públicos.

Además, invierte en la Zona Euro, EE.UU. y Reino Unido que son regiones estables y que presentan un modelo desarrollado de su economía lo que garantiza seguridad financiera que busca el cliente.

El mayor peso de la cartera del fondo lo sustentan los siguientes activos según se observa en la distribución de la tabla 5.2.2:

Tabla 5.2.2.: Desglose de las diez mayores posiciones de Altair Patrimonio F.I.

Nombre del activo	País	% Activos
Renta 4 Monetario FI	España	11,72
Madrid (Comunidad) 4.125%	España	6,96
Madrid (Comunidad) 4.688%	España	6,79
Vodafone Grp 1.875%	Reino Unido	6,05
Blue Note SICAV	España	4,25
African Exp-Imp Bk 4.75%	África	3,90
Telefónica (Europe) 6.5%	Holanda	3,71
Net4gas S.R.O 3.5%	República Checa	3,41
Standard Chart 2.4%	Reino Unido	3,15
Lloyds Tsb Bk 6.5%	Reino Unido	3,03

Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

Como se observa en las posiciones anteriores, otra de las razones para la elección de este fondo es su composición de cartera.

Hasta este momento el fondo de inversión se ajustaba a las premisas previas planteadas. No obstante, antes de introducirlo en la cartera había que realizar el análisis fundamental correspondiente:

- **Riesgo.** Se analiza a través de la capacidad de solvencia del emisor. En este caso, los principales emisores de la deuda que tiene el fondo tienen un *rating* crediticio BBB según Standard's and Poors (2014) o equivalente.
- **Rentabilidad.** A lo largo de los años de vigencia del fondo la evolución del valor del fondo ha sido tal y como demuestra la tabla 5.2.3.

Tabla 5.2.3.: Rentabilidades anuales de Altair Patrimonio F.I.

Año	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rentabilidad %	3,86	-3,72	12,32	-0,92	-1,89	18,36	9,51	9,55

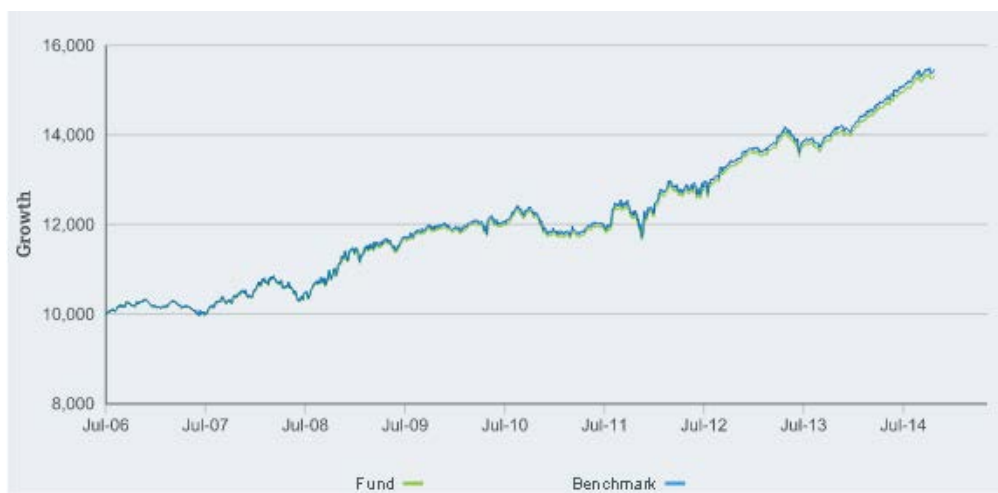
Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

Esta tabla muestra el crecimiento que experimentó la rentabilidad del fondo a partir del año 2012 obteniendo el fondo excelentes resultados a partir de ese año.

En el caso de Altair Patrimonio, sólo se realizó el análisis fundamental, puesto que utilizando exclusivamente este análisis y observando las regiones y sectores en los que invertía no había dudas sobre su inclusión en la cartera.

- *ISHARES EURO GOVERNMENT BOND CAPPED 1.5-10.5YR UCITS ETF (DE) (EUR)*. Es un ETF cuya política de inversión se caracteriza por replicar el índice *Markit iBoxx € Liquid Sovereigns Capped 1.5-10.5 Index* según el cual está invirtiendo en renta fija de Estados de la Unión Europea cuyos vencimientos se sitúan entre 1,5 y 10,5 años y cuyas calificaciones son media-alta. Además, su evolución hasta el momento había sido la siguiente:

Gráfico 5.2.5.: Evolución de la rentabilidad de iShares EGBC 1.5-10.5yr ETF.



Fuente: Ishares.

En este gráfico se plasma el aumento de rentabilidad del ETF con respecto al índice que replica. Tal y como se aprecia en la tabla 5.2.4. desde la creación del ETF hasta las fechas previas a la inclusión en la cartera del cliente, la réplica había sido prácticamente idéntica, e igualmente, las rentabilidades conseguidas por ambos habían sido notablemente positivas.

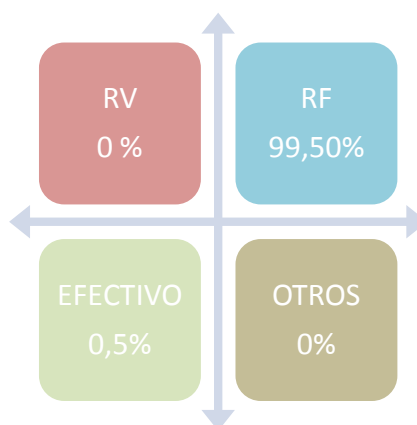
Tabla 5.2.4.: Rentabilidades anualizadas de *iShares EGBC 1.5-10.5yr ETF* con respecto a su índice.

Año	1 año	3 años	5 años	Total
Rent. ETF	9,20%	8,04%	5,19%	5,28%
Rent. Benchmark	9,29%	8,08%	5,26%	5,38%

Fuente: elaboración propia a partir de Ishares.

En las fechas previas a la adquisición, los pesos de la cartera en cuanto a renta fija y variable se refiere estaban distribuidos como se muestra en el gráfico 5.2.6:

Gráfico 5.2.6.: Distribución del segundo trimestre de 2014 de *iShares EGBC 1.5-10.5yr ETF*.



Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

Este fondo invertía en deuda pública de la mayoría de las regiones que previamente se habían establecido como requisito:

Tabla 5.2.5.: Desglose de las diez mayores posiciones de *iShares EGBC 1.5-10.5yr ETF*.

Nombre del activo	País	% Activos
Germany (Federal Republic Of) 1.75%	Alemania	4,69
Spain (Kingdom Of) 5.5%	España	4,68
France (Govt Of) 3.25%	Francia	4,65
Belgium (Kingdom Of) 4.25%	Bélgica	4,40
Italy (Rep Of) 4.75%	Italia	4,40
Netherlands (Kingdom Of) 3.25%	Holanda	4,37
France (Govt Of) 2.5%	Francia	4,24
Germany (Federal Republic Of) 3.25%	Alemania	4,21
France (Govt Of) 3%	Francia	4,06
Italy (Rep Of) 5.5%	Italia	3,99

Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

Tras los últimos tiempos la Unión Europea ha dejado patente el aval que supone para con los países miembros y para con la deuda emitida por éstos, con la seguridad que ello implica para el inversor.

Hasta este momento el fondo de inversión se ajustaba a las premisas previas planteadas. En el caso de este ETF el análisis fundamental y el análisis técnico no se llevaron a cabo, puesto que este tipo de producto replica (imita) un índice de referencia. Así, otro criterio clave para determinar si incluirlo en la cartera o no, además de la rentabilidad conseguida comparada con la de su índice, es la calidad crediticia de sus activos. Este ETF está formado por activos cuyo *rating* crediticio no es inferior en ningún caso a la triple B que otorga Standard and Poor's (2014). En concreto, el 36% tiene una calificación AAA, el 24% su calificación es AA y el restante 40% de sus activos tiene la citada calificación BBB. Por ello, el riesgo de quiebra de los emisores y, por tanto, el riesgo de la cartera del ETF es bajo.

Asimismo, se puede decir que después de haber tenido en cuenta la rentabilidad y la calidad crediticia de los activos la decisión que se tomó de incluir este activo en la cartera fue muy acertada.

- **ACCIONES DE GRIFOLS S.A.** Es una empresa multinacional española especializada en el sector farmacéutico y hospitalario, constituye la tercera mayor empresa del mundo en el sector de hemoderivados y la primera de Europa

(Grifols). En este sentido, la compañía pertenecía a uno de los sectores claves en los que invertir y operaba en las zonas que se tenía como preferencia.

Asimismo, esta compañía fue elegida debido a la gran proyección internacional que tiene y a los buenos resultados que presentaba en sus cuentas anuales. En concreto, la empresa Grifols estaba en pleno proceso de expansión en EE.UU. con la nueva planta de fraccionamiento de plasma que había implantado en el país, igualmente acababa de entrar a Japón suministrando su tecnología NAT a la cruz roja japonesa para que analizase la sangre de 5,3 millones de donaciones anuales, y también había conseguido reducir el coste medio de su deuda hasta llegar a un 3,5%, con la repercusión que todo ello tiene en sus beneficios (aumentaron un 34% en 2013) y, por tanto, resultando una gran oportunidad de inversión con respecto a otras farmacéuticas (Grifols, 2013).

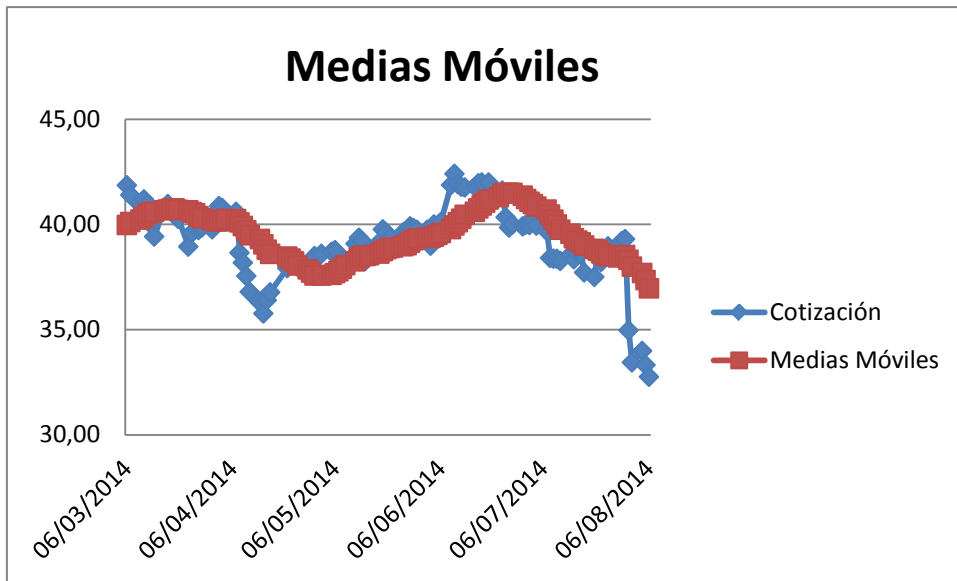
La evolución de la cotización de sus acciones hasta el momento había sido muy estable exceptuando el último mes.

Desde la perspectiva del análisis técnico, y con el objetivo de determinar la tendencia que estaba siguiendo la cotización, se hallaron las medias móviles. Éstas son una media de los precios de cierre de un período de tiempo concreto. Se recalculan a medida que se van introduciendo nuevos períodos de cálculo, de tal forma que se empiezan a eliminar los primeros datos para incorporar los últimos.

Es la más utilizada por los analistas técnicos. Este indicador permite observar la tendencia del precio. Si los precios están por encima de la media, la tendencia es alcista, mientras que si la media está por debajo, la tendencia es bajista.

Así, tras elaborar el conjunto de todas las medias móviles, para lo que se elaboró un Excel y se recabó información diaria de 105 días a partir de la Bolsa de Madrid (2014), se concluyó que dicha cotización tenía una ligera tendencia bajista:

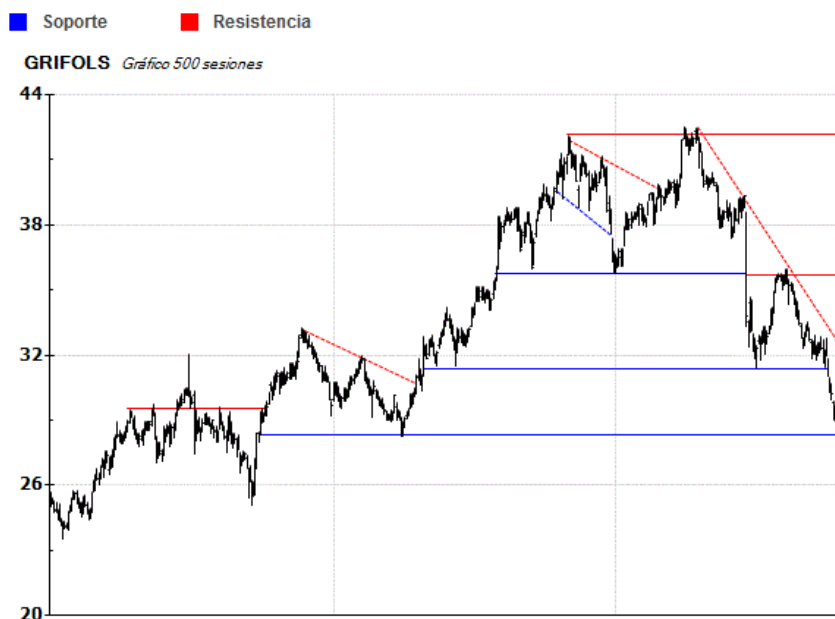
Gráfico 5.2.7.: Evolución de la media móvil de Grifols (14/2/2014-7/8/2014).



Fuente: elaboración propia.

Además de la tendencia a la baja, se analizaron los soportes y resistencias de esta tendencia. Los soportes, también denominados apoyos, son mínimos donde la cotización reacciona al alza; mientras que las resistencias son máximos de cotización donde la presión vendedora vence y el precio cae. Así lo refleja el gráfico 5.2.8:

Gráfico 5.2.8.: Evolución de Grifols de las últimas quinientas sesiones.



Fuente: CincoDías.

Se interpretaron los soportes y resistencias de las últimas quinientas sesiones de la acción. Como se observa en el gráfico 5.2.7. la percepción de la evolución de la cotización de Grifols había sido mucho más positiva desde que tuviera el último mínimo en 29 euros. Existen ciertas diferencias si el enfoque es a corto o a medio-largo plazo. Según este enfoque técnico, en el caso del corto plazo existía un soporte en torno a los 28 euros de cotización a partir de los cuales se producía un pequeño movimiento de impulsividad pero éste no era lo suficientemente importante como para prolongarse en el largo plazo. Por otro lado, se apreciaban resistencias alrededor de los 36 euros de cotización, por lo que a muy corto plazo el precio oscilaba entre el soporte de 28 y la resistencia de 36. Esto era lo realmente interesante para el cliente, pues a medio-largo plazo la cartera se revisaría.

Además de un análisis técnico a niveles generales, también se analizó el gráfico de velas japonesas de la cotización de esta acción. Este gráfico consiste en velas formadas por un “cuerpo”, una “mecha” superior y una “mecha” inferior. El cuerpo de la vela es oscuro cuando el precio de cierre es menor que el de apertura, y se denomina vela bajista. Sin embargo, si el precio de cierre es mayor que el de apertura la vela será de color claro o blanca, y en este caso se denomina vela alcista. La mecha de la vela refleja el rango de precios para ese período concreto.

Gráfico 5.2.9: Evolución de Grifols Mayo-Agosto 2014 según el modelo de velas japonesas.



Fuente: Morningstar.

Como se puede observar, inmediatamente antes de la gran vela roja aparece una figura denominada “hombre colgando”, la cual anticipa una tendencia bajista. Sin embargo, pasadas unas sesiones se aprecia una vela “martillo”. Esta figura que se sitúa en último lugar indica que está a punto de comenzar una tendencia alcista, por lo que era conveniente invertir justo en ese momento.

Además del análisis técnico tan favorable, los ratios del análisis fundamental también acompañaban a la inclusión en la cartera de esta acción, ya que la tendencia para el próximo año en la inmensa mayoría de los ratios es alcista.

Estos ratios son los siguientes:

Tabla 5.2.6.: Ratios fundamentales de Grifols S.A.

RATIOS	2013	2014	2015
Ingresos (Millones €)	2.741,73	3.376,81	3.602,70
Ebitda (Millones €)	897,2	1.073,77	1.131,76
Cash Flow (Millones €)	467,31	616,94	706,56
Beneficio (Millones €)	345,55	547,4	603,11
BPA	1,015	1,612	1,81
CFPA	1,38	1,82	2,09
DPA	0,401	0,526	0,622
PER	35,33	22,25	19,81
Precio / book	5,74	4,87	4,3
Margen Operativo	0,33	0,32	0,31
Margen	0,13	0,16	0,17
ROE	17,37	22,64	22,23
ROA	6,35	8,32	8,28

Fuente: elaboración propia a partir de CincoDías.

Los ingresos se desprenden de la cuenta de pérdidas y ganancias de la empresa. Esta cuenta es el resumen financiero de los ingresos, gastos y, por tanto, beneficios o pérdidas durante un período de tiempo. Tal y como se ve en la tabla anterior, se prevé que los ingresos aumenten un 6% para el año 2015.

El EBITDA o beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es calculado a partir del beneficio bruto de explotación de la empresa, sin tener en cuenta los conceptos mencionados. En este caso, la previsión para el año que viene consiste en un aumento del 5%. Mientras que

beneficio neto, se considera al calculado teniendo en cuenta los conceptos anteriores, que en 2015 aumentará un 10%.

El estado de flujos de tesorería muestra los flujos que caja o *cash flows* habidos y los acontecimientos que han modificado la tesorería de la entidad. El *cash flow* que previsiblemente habrá para el año que viene es un 14% superior al de este año.

El beneficio por acción o BPA calcula el rendimiento que un accionista obtiene por mantener una acción. Cuanto mayor es el ratio, más atractiva será la inversión para el accionista. La previsión para el año próximo es que este ratio se incremente en un 11%.

El *cash flow* por acción es el dinero que la empresa tiene destinado a repartir dividendos o a la recompra de acciones. Según las estimaciones se incrementará un 14% en el próximo período.

El dividendo por acción refleja la parte del beneficio empresarial que es repartida en forma de dividendos a los accionistas. En 2015 el ratio aumentará considerablemente, un 16%.

El PER (*Price Earning Ratio*) relaciona la cotización de la acción con el beneficio que proporciona la misma. Un PER alto quiere decir que el mercado considera que la compañía tiene altas expectativas de crecimiento, ya que el precio de las acciones manifiesta las expectativas positivas sobre una compañía con precios al alza de las acciones, mientras que los beneficios todavía no reflejarán esas expectativas hasta meses después. A medida que los beneficios recojan esas expectativas la relación que establece el PER irá disminuyendo. El PER para Grifols disminuirá un 10% con respecto al año en curso.

El precio en libros compara el precio de una compañía respecto a su valor en libros o valor contable. En principio, una acción que cotiza a varias veces su valor contable podría indicar que se trata de una acción de crecimiento, ya que los inversores estarían esperando un crecimiento futuro del valor contable. En este caso, este ratio disminuye un 11%.

El margen refleja el rendimiento que han tenido las ventas y otros ingresos. A medida que aumenta este margen, mayor es la rentabilidad conseguida. Para el año que viene el margen aumentará un 6%.

El ROE mide la rentabilidad de los accionistas, es decir, calcula la “recompensa” para los inversores. Cuanto mayor es este ratio, mejor es la recompensa para los accionistas. Se prevé que disminuya ligeramente, aproximadamente un 1,81%.

El ROA indica la cantidad de activos que son necesarios para sustentar el beneficio. A medida que aumenta el ratio aumenta también la rentabilidad empresarial, en 2015 disminuirá muy ligeramente, un 0,4%.

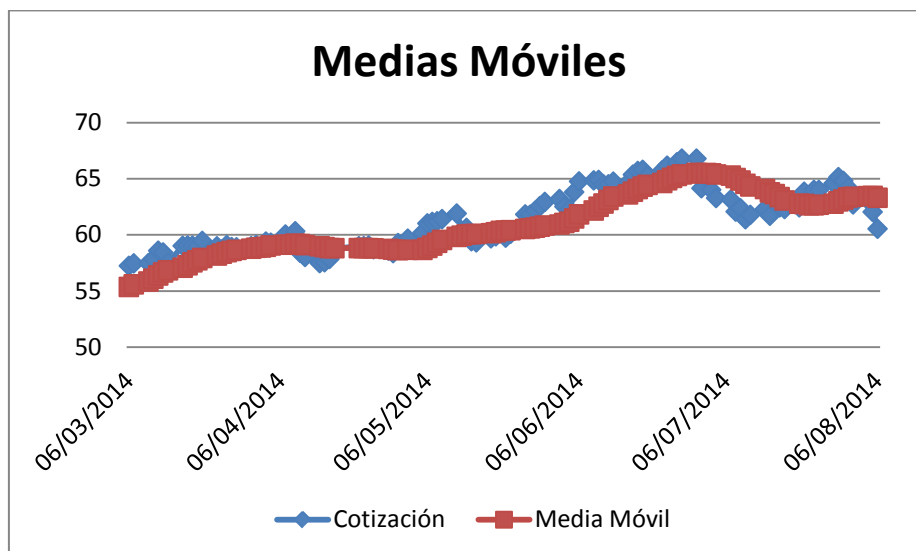
Según se desprende de todo lo anterior, las expectativas para todo el año que viene son muy esperanzadoras y muestran el gran potencial de Grifols.

- **ACCIONES DE RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA (REE).** Es una empresa española que actúa como operador del sistema eléctrico en el mercado eléctrico español. Esta compañía busca el correcto funcionamiento del sistema de suministro eléctrico y garantizar la continuidad y seguridad del suministro de energía eléctrica de España (Red Eléctrica de España).

En este sentido, la compañía pertenecía a uno de los sectores claves en los que invertir y operaba en las zonas que se tenía como preferencia. Esta empresa representaba una importante oportunidad de inversión, ya que había llevado a cabo una expansión por Latinoamérica cerrando contratos con varios países y llegando a conseguir las expectativas de crecimiento de un 4%-5% para todo el año 2014. Además, en mayo de este mismo año se cerró el acuerdo de integración hacia el mercado interior de la energía del suroeste europeo. Igualmente, REE había firmado convenios para el estudio de redes submarinas de transporte eléctrico en Canarias, había creado una subestación eléctrica en regiones de Murcia para abastecer de energía eléctrica en el futuro a estas zonas. También contaba con los aumentos del consumo de energía eléctrica de las grandes empresas españolas, llegando a alcanzar un aumento del 6,5% en marzo de este año. Todo ello hacía especialmente atractiva esta compañía.

La evolución de la cotización de sus acciones hasta el momento había presentado una tendencia alcista, tal y como se aprecia en el gráfico 5.2.10 a través de las medias móviles:

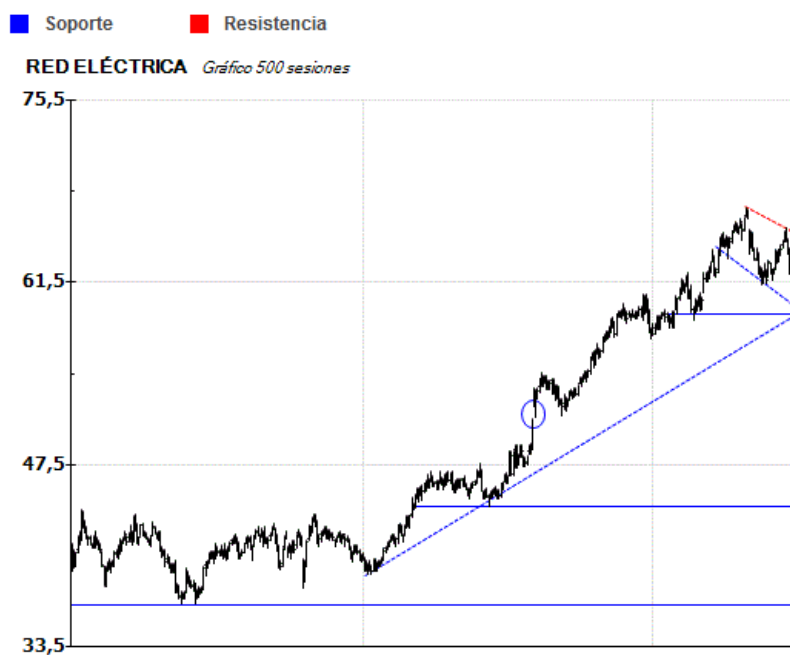
Gráfico 5.2.10.: Evolución de la media móvil de REE (14/2/2014-7/8/2014).



Fuente: elaboración propia.

Además, esta tendencia estaba formada por una serie de soportes y resistencias. Así se muestra en el gráfico 5.2.11:

Gráfico 5.2.11.: Evolución de REE de las últimas quinientas sesiones.



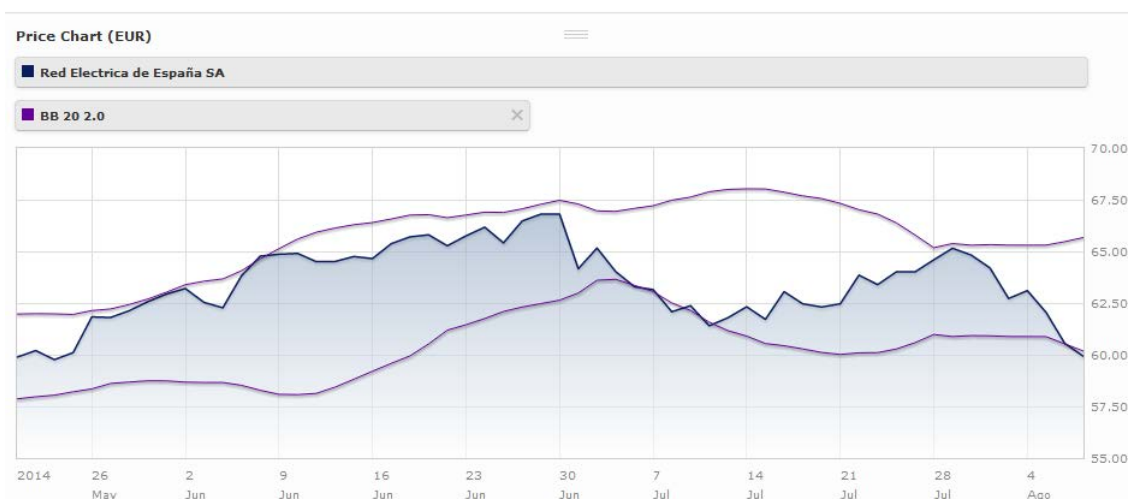
Fuente: CincoDías.

En el gráfico anterior se aprecian varios soportes a distintos niveles. En la subida más pronunciada de todas, de donde parten varios soportes, se aprecia además un hueco de agotamiento. Esto es, en plena tendencia alcista los precios abrieron incluso por encima del precio más alto de la sesión anterior. Ello implica una consolidada tendencia al alza.

En cuanto a los soportes, en el corto plazo se situaba alrededor de los 58 euros y la resistencia más próxima en torno a los 67. Esto suponía que existía un margen sustancial de mejora de la cotización. En concreto, la cotización en la fecha previa a la adquisición de las acciones se situaba en los 60,55 euros, por lo que seguía teniendo potencial de subida.

Para continuar con el análisis, se interpretó el gráfico de las bandas de *Bollinger* de la cotización de las acciones. Este método es un indicador en forma de bandas que delimitan el gráfico de cotizaciones por la parte superior e inferior. Estas bandas se calculan añadiendo dos desviaciones estándar a una media móvil de los precios de cierre (banda superior) y eliminando dos desviaciones estándar a dicha media (banda inferior). Cuando las cotizaciones alcanzan la banda superior la recomendación es vender, y cuando alcanzan la inferior la recomendación es comprar.

Gráfico 5.2.12.: Evolución de REE Mayo-Agosto 2014 según el modelo de bandas de *Bollinger*.



Fuente: Morningstar.

Como se puede ver, en la última sesión tenía la banda inferior de *Bollinger* por debajo de la cotización. Esto muestra que en las próximas sesiones la cotización iba a repuntar. Además de un análisis técnico tan propicio, los ratios del análisis fundamental también aconsejaban la inclusión de este activo, como lo muestra la siguiente tabla:

Tabla 5.2.7: Ratios fundamentales de Red Eléctrica de España.

	2013	2014	2015
Ingresos (Millones €)	1.758,00	1.850,62	1.937,53
Ebitda (Millones €)	1.296,07	1.375,64	1.444,73
Cash Flow (Millones €)	948,9	883,36	980,36
Beneficio (Millones €)	529,1	568,49	599,42
BPA	3,922	4,179	4,423
CFPA	7,01	6,53	7,25
DPA	2,542	2,744	2,967
PER	18,43	17,3	16,34
Precio / book	4,32	3,95	3,63
Margen Operativo	0,74	0,74	0,75
Margen	0,3	0,31	0,31
ROE	25,23	23,4	22,75
ROA	7,11	7,07	7,48

Fuente: elaboración propia a partir de CincoDías.

Las previsiones de esta acción para el 2015 muestran que tanto los flujos de caja como los ingresos aumentarán notoriamente, que el dividendo por acción que recibirán los accionistas será sustancialmente mayor al recibido el año 2014 y que igualmente estos accionistas aumentarán su rentabilidad con respecto a años anteriores.

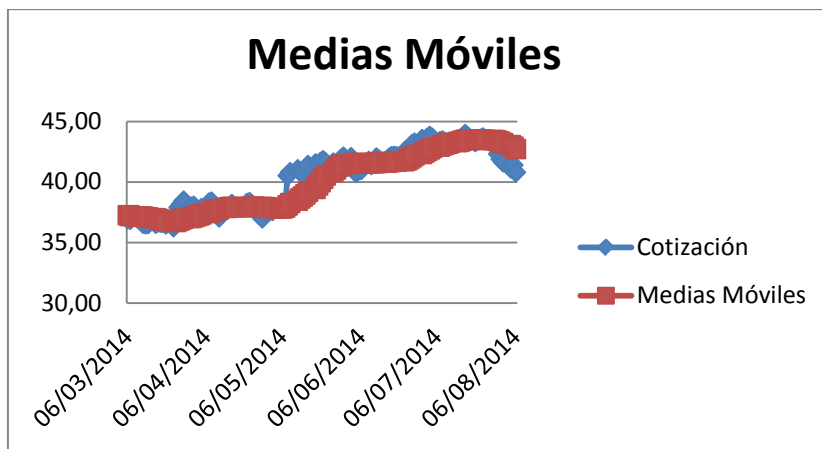
- **ACCIONES DE VISCOFAN S.A.** Es una empresa multinacional española dedicada a la fabricación de tripas y envolturas artificiales para la industria cárnica (Viscofan). Así, la empresa pertenecía también a uno de los sectores prioritarios en los que invertir y operaba en las zonas que se tenía como preferencia.

Los motivos por los que se ha elegido esta empresa han sido la buena evolución latente del negocio, la gran diversificación geográfica especialmente en EE.UU., una amplia demanda, el plan llevado a cabo para reducir sus gastos y la mejora

de sus instalaciones productivas. En concreto, Viscofan ha aumentado su cifra de negocio con respecto al año pasado llegando a alcanzar los 387 millones de euros, ha incrementado la inversión en China y Uruguay y se preveía que en la segunda mitad del año mejorase la eficiencia energética de sus plantas de Alemania.

La evolución de la cotización de sus acciones hasta el momento había reflejado una muy clara tendencia al alza. De esta forma se aprecia en el gráfico 5.2.13 a través de la evolución de las medias móviles:

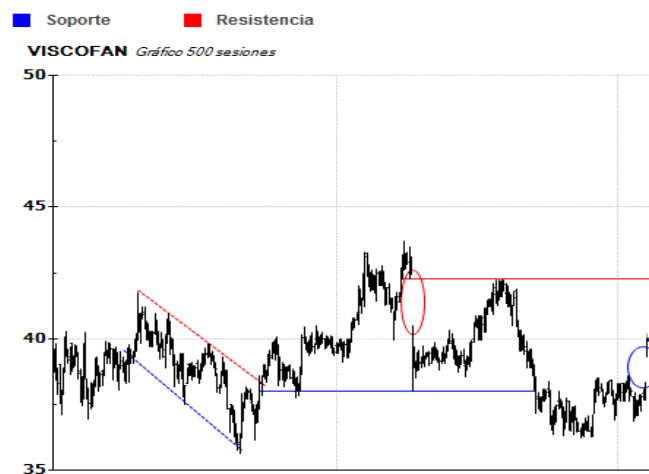
Gráfico 5.2.13.: Evolución de la media móvil de Viscofan (14/2/2014-7/8/2014).



Fuente: elaboración propia.

La tendencia anterior venía explicada a raíz de los soportes y resistencias que incluía.

Gráfico 5.2.14.: Evolución de Viscofan de las últimas quinientas sesiones.



Fuente: CincoDías.

Se apreciaba un soporte en 38 euros que se traspasó en las siguientes sesiones. No obstante, dicho soporte volvió a recuperar su función al producirse un hueco de agotamiento, al abrir los precios por encima del precio más alto de la anterior sesión.

A partir de este hueco, en las fechas previas a la adquisición del valor, se esperaba un alza en la cotización hasta alcanzar la resistencia situada en los 42 euros.

Para profundizar en el análisis, se interpretaron los valores obtenidos por el método RSI de la cotización de las acciones. Este método es un índice de fuerza relativa, es decir, mide en cada período la fuerza con la que actúa la demanda y con la que actúa la oferta.

Se expresa en porcentaje, va del 0% al 100% siendo 50% la zona neutra. Cuando el porcentaje llega al 30% se activa la señal de compra, mientras que cuando llega al 70% se activa la señal de venta.

Gráfico 5.2.15.: Evolución de Viscofan Mayo-Agosto 2014 según el modelo RSI.



Fuente: Morningstar.

Aplicando este método, se consideró que la decisión a tomar pasaba por incluir las acciones de Viscofan. Esto es así ya que el indicador RSI bajaba del 30% de

la fuerza de la oferta-demanda, alertando de una sobreventa del valor y activándose por ello la señal de compra. Además de un análisis técnico tan bueno, los ratios del análisis fundamental también aconsejaban la inclusión de este activo, según se aprecia en la siguiente tabla:

Tabla 5.2.8.: Ratios fundamentales de Viscofan.

	2013	2014	2015
Ingresos (Millones €)	765,30	780,82	825,18
Ebitda (Millones €)	183,72	186,88	203,31
Cash Flow (Millones €)	149,89	149,86	158,86
Beneficio (Millones €)	101,5	99,78	110,33
BPA	2,178	2,145	2,369
CFPA	3,22	3,22	3,41
DPA	1,114	1,139	1,238
PER	21,11	21,44	19,41
Precio / book	4,2	3,74	3,41
Margen Operativo	0,24	0,24	0,25
Margen	0,13	0,13	0,13
ROE	19,9	17,76	17,95
ROA	0	0	0

Fuente: elaboración propia a partir de CincoDías.

La inmensa mayoría de los ratios fundamentales auguraban una mejora de la acción irrefutable para el año 2015. Especialmente marcaban esta mejora el aumento del 11% del beneficio de la empresa antes de intereses e impuestos, el aumento del beneficio por acción del 10% y el incremento del 1% en la rentabilidad que perciben los accionistas de la empresa.

A partir de este momento los activos quedaron incluidos en la cartera con fecha 7 de agosto de 2014. La constitución de la cartera y la participación de cada uno de estos productos de inversión quedó de la siguiente manera:

Tabla 5.2.9.: Cartera Getino Finanzas.

Nombre del fondo	Participación	% Peso
Altair Patrimonio	3.424,4	28,63
Efectivo	1.000	0,93
Grifols SA Class A	156,56	5,09
iShares Euro Govt	243	26,98
REE SA	417,3	26,67
Viscofan SA	247	10,71
TOTAL		100

Fuente: elaboración propia.

Como se observa en la tabla anterior, la renta fija total suponía un 56,54%:

Altair Patrimonio (28,63%) + Efectivo (0,93%) + iShares Euro Govt (26,98%) = 56,54%

Por su parte la renta variable tenía un peso de 43,46% tal que:

Grifols (5,09%) + Red Eléctrica (27,67%) + Viscofan (10,71%) = 43,46%

Ambos porcentajes están muy próximos a los porcentajes iniciales (RF 60%, RV 40%) marcados en la fase de estructuración de la cartera.

A continuación, se establecen los ratios de control más adecuados para cada activo con el objetivo de identificar posibles desviaciones y, si se produjeran dichas desviaciones, tomar las decisiones adecuadas para cada uno de los activos.

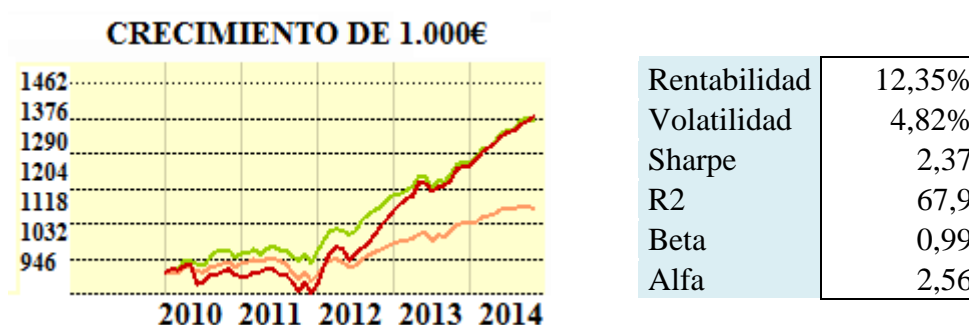
5.3. EVALUACIÓN DEL ASESORAMIENTO Y COMUNICACIÓN AL CLIENTE

5.3.1. Control de la cartera

Después de haber construido la cartera para el cliente, en la actualidad se ha tenido que hacer un seguimiento continuo de su evolución para constatar que el objetivo inicial se está logrando. De esta forma, el control más propicio que propone Getino Finanzas E.A.F.I. para vigilar la evolución del fondo de inversión, del ETF y de las acciones es el que sigue a continuación:

- ALTAIR PATRIMONIO F.I. Los ratios que se analizan son:

Tabla 5.3.1.: Comparación del fondo con índice y categoría, y ratios de control de Altair Patrimonio.

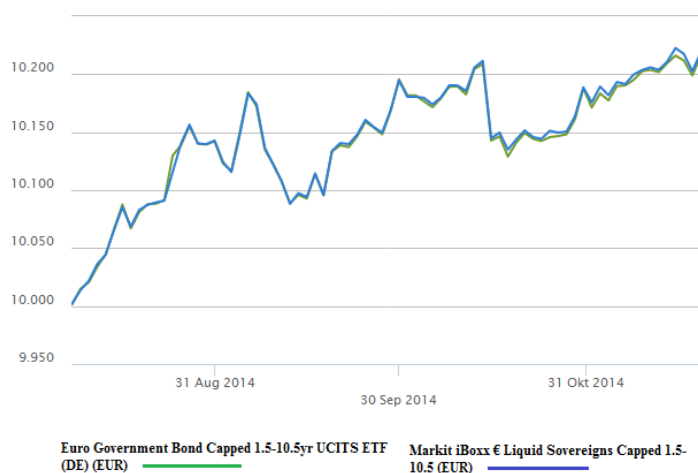


Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

Según reflejan los indicadores mencionados, en comparación con el activo libre de riesgo o letras del Tesoro el fondo genera una rentabilidad bastante superior (Sharpe 2,37%). Igualmente, la volatilidad del fondo de 4,82% es considerada una volatilidad aceptable teniendo en cuenta que la volatilidad para renta fija a largo plazo que permite Getino Finanzas en sus carteras está entre un 2% y un 6%⁴ Además, el ratio R^2 muestra el alto grado de similitud con respecto al índice *Cat 75%Barclays Eu Agg&25%FTSE AW Dv Eur*, que se ha tomado como referencia. Por otro lado, la beta aproximadamente igual a uno refleja un riesgo y volatilidad equivalente al índice de referencia; mientras que el Alfa de Jensen muestra la buena gestión del gestor⁵ con respecto al mercado, debido a que como se vio en la parte teórica, un alfa mayor que cero⁶ indica una buena gestión del fondo. En este caso, además, lo supera con creces.

ISHARES EURO GOVERNMENT BOND CAPPED 1.5-10.5YR UCITS ETF (DE) (EUR). Al igual que el fondo de inversión se emplean los ratios:

Tabla 5.3.2.: Ratios de control de iShares Euro Govt.



Rentabilidad	8,12%
Volatilidad	4,22%
Sharpe	1,79
R2	91,96
Beta	0,99
Alfa	0,06

Fuente: elaboración propia a partir de Morningstar.

⁴ Según la ficha del fondo, el 80% de lo que invierte el fondo en renta fija es a largo plazo.

⁵ Se asume la hipótesis de que el modelo CAPM es correcto.

⁶ Se asume la hipótesis de que alfa es estadísticamente significativo.

Al igual que los ratios de Altair Patrimonio, estos ratios plasman también una buena evolución del ETF con respecto al mercado. Por un lado, el ratio R^2 muestra el alto grado de similitud con respecto al nuevo índice que se ha tomado como referencia y el Alfa de Jensen muestra que, al ser casi una réplica, el gestor no ha influido en la gestión. Además, la beta aproximadamente igual a uno refleja un riesgo y volatilidad equivalente al del índice, y dicha volatilidad es media-baja.

A diferencia de los fondos de inversión y de los ETF, el método utilizado por Getino Finanzas E.A.F.I para elegir controlar las acciones es el análisis de los precios objetivos y del potencial de beneficio. Un precio objetivo es aquel valor que se considera una buena representación de la situación actual de una empresa y de sus perspectivas de futuro, así como de aquellos factores que pueden afectar a la empresa en un intervalo de tiempo. Estos precios son determinados por analistas financieros a través de distintos métodos de cálculo. Indican de forma orientativa la cotización que debería tener la empresa. En este sentido, cuando el precio objetivo es superior al precio real al que cotiza la acción, se considera que ésta tiene “recorrido”, esto es, potencial de beneficio. Y viceversa. Este análisis se detalla a continuación:

- ACCIONES DE GRIFOLS S.A.

Tabla 5.3.3.: Ratios de control de Grifols.

Precio Objetivo	37,945
Potencial %	0,079%

Fuente: elaboración propia.

El precio que según estas estimaciones alcanzará la acción de Grifols es de 37,945 lo cual implica que aún tiene por delante un crecimiento del 0,079% según se aprecia en la tabla 5.3.3.

- ACCIONES DE RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA (REE).

Tabla 5.3.4.: Ratios de control de REE.

Precio Objetivo	67,89
Potencial %	0,042%

Fuente: elaboración propia.

El precio que según estas estimaciones alcanzará la acción de REE es de 67,89 lo cual implica que aún tiene por delante un crecimiento del 0,042% según se aprecia en la tabla 5.3.4.

- ACCIONES DE VISCOFAN S.A.

Tabla 5.3.5.: Ratios de control de Viscofan.

Precio Objetivo	44,415
Potencial %	0,053%

Fuente: elaboración propia.

El precio que según estas estimaciones alcanzará la acción de Viscofan es de 44,415 lo cual implica que aún tiene por delante un crecimiento del 0,053% según se aprecia en la tabla 5.3.5.

En la actualidad, la cartera que se personalizó para este cliente ha tenido un rendimiento excelente. Para analizar este rendimiento mes a mes se han estado llevado a cabo controles de la cartera y Getino Finanzas se ha estado poniendo en contacto con el cliente mes a mes para ir comunicándole los resultados que ha ido obteniendo su inversión a lo largo del tiempo que ha transcurrido.

Por tanto, para completar el caso práctico con un análisis más detallado se ha obtenido información diaria relativa a las cotizaciones de las acciones, del ETF iShares, y del fondo Altair. (Banco Santander, 2014; Bolsa de Madrid, 2014; Börse Frankfurt, 2014). Tras recopilar los datos y homogeneizar los horizontes temporales, se ha replicado la evolución diaria de la cartera en Excel y se ha calculado el valor diario de la cartera, para lo cual se han multiplicado las cotizaciones diarias de cada uno de los activos por sus respectivas participaciones en la cartera:

Valor diario de Cartera = (cot. diaria Altair x nº partic.Altair)+(cot.diaria iShares x nº partic. iShares)+(cot. diaria Grifols x nº accs. Grifols)+(cot. diaria REE x nº accs. REE)+(cot. diaria Viscofan x nº accs. Viscofan)+(liquidez x nº particip. liquidez).

Una vez obtenido el valor diario de la cartera, se han hallado las rentabilidades diarias, la rentabilidad obtenida durante cada uno de los meses y la rentabilidad obtenida hasta la fecha actual. Para calcular estos rendimientos se ha utilizado la siguiente fórmula:

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Valor del período de referencia} - \text{Valor del período actual}}{\text{Valor del período de referencia}}$$

Con respecto al riesgo de la cartera, se ha calculado la volatilidad diaria, así como la volatilidad total del los 105 días, para lo cual se ha utilizado la fórmula de la desviación típica o, en Excel, “=desvest”.

Finalmente, con el objeto de poder determinar cuánta rentabilidad se ha conseguido por cada unidad de riesgo asumido se ha calculado la rentabilidad media diaria y se ha aplicado el ratio de control de Sharpe:

$$\text{Ratio de Sharpe} = \frac{\text{Rentabilidad media diaria}}{\text{Volatilidad del período}}$$

Todo ello se muestra en las siguientes tablas y gráficos:

Tabla 5.3.6.: Análisis de la rentabilidad y riesgo diarios de la cartera.

Nº de días	105
Desviación típica diaria del período:	0,6095%
Rentabilidad media diaria del período:	0,1015%
Ratio de Sharpe	0,166

Fuente: elaboración propia.

Como se muestra en la tabla anterior, la desviación típica diaria o volatilidad de la cartera es de 0,6095%, la rentabilidad media de las cotizaciones diarias es de 0,1015% y el ratio de *Sharpe* diario es de 0,166, lo que significa que por cada unidad de riesgo diaria se obtiene una rentabilidad de 0,166 unidades.

Tabla 5.3.7.: Análisis de la rentabilidad y riesgo global de la cartera.

20/11/2014

Período	Rentabilidad	Desviación	Varianza	
Agosto	3,44	1,5375	2,36390625	
Septiembre	1,88	-0,0225	0,00050625	
Octubre	1,55	-0,3525	0,12425625	
Noviembre	0,74	-1,1625	1,35140625	
			3,840075	Riesgo
				1,13

Rentabilidad total:	7,54%
Promedio:	1,9025

Fuente: elaboración propia.

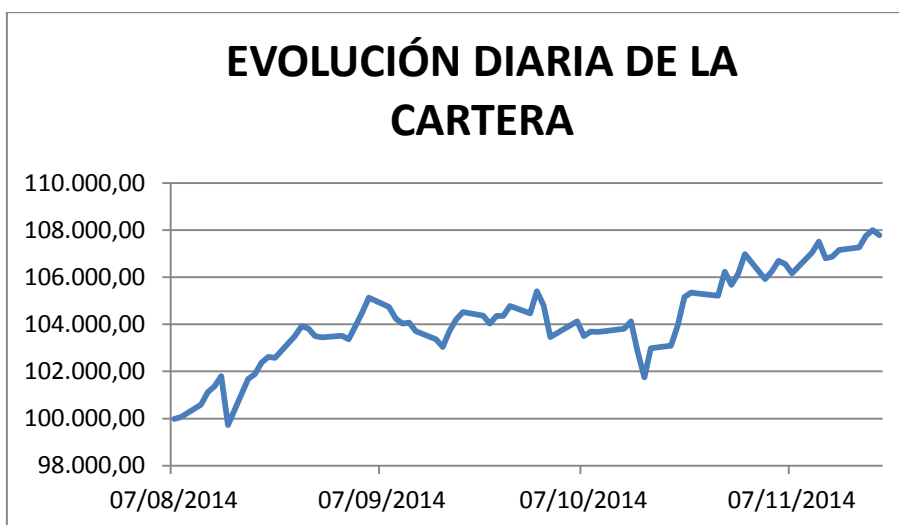
Como se puede observar en la tabla 5.3.7, el riesgo total es de 1,13. Esto significa que por cada unidad de riesgo adicional se consigue 1,13 unidades de rentabilidad. Se considera un nivel de riesgo aceptable, que se adecúa al perfil elaborado para este cliente prototipo. Este estudio de la rentabilidad y del riesgo se ha ido comunicando al cliente para que él verificara el devenir de su inversión, como se observa a continuación.

5.3.2. Comunicación al cliente y recomendaciones

Una constante atención al cliente repercute en gran medida en una gran satisfacción, en una confianza más sólida y en un enriquecimiento y mejora de la relación con él. Es por este motivo que en Getino Finanzas E.A.F.I. la comunicación al cliente es un elemento fundamental a la hora de gestionar una cartera. Por ello, se hace con un lenguaje muy claro para el inversor, de una forma entendible y poniéndose siempre a su disposición para cualquier tipo de consulta.

Tan frecuente es la comunicación con el cliente, que mensualmente se revisa la rentabilidad de la cartera, así como su riesgo y los ratios de control vistos anteriormente.

Gráfico 5.3.1.: Evolución de la cartera (7/08/2014-20/11/2014).

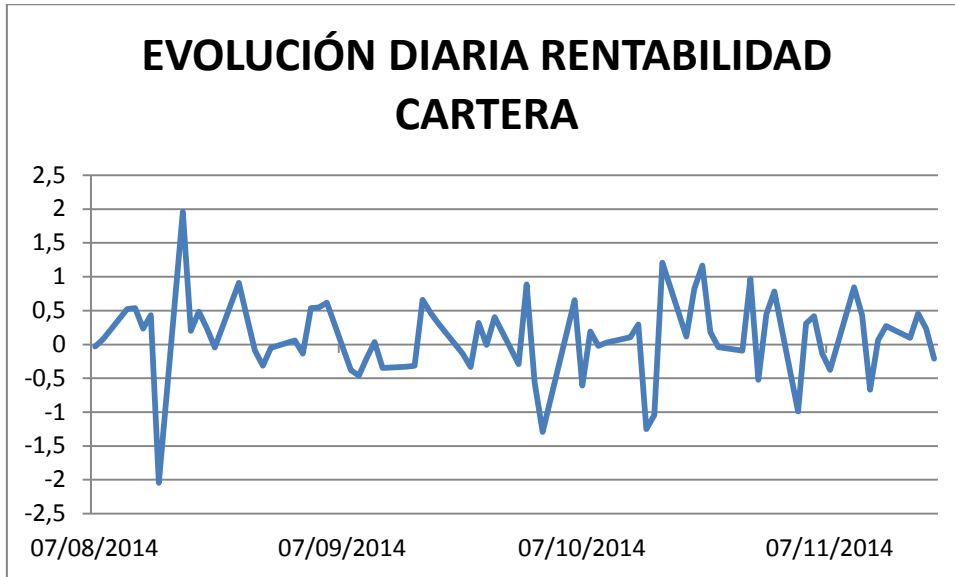


Fuente: elaboración propia.

En el gráfico anterior se observa una clara tendencia alcista del valor de la cartera. Igualmente, la evolución diaria de la rentabilidad ha seguido el patrón que se observa en el gráfico 5.3.1. Para su cálculo se ha tenido en cuenta la diferencia existente entre la valoración de la cartera ese período y la valoración en el período inmediatamente

anterior. No obstante, a pesar de los altibajos que se aprecian, la rentabilidad final conseguida por la cartera ha sido un 7,54%.

Gráfico 5.3.2.: Evolución de la rentabilidad de la cartera (7/08/2014-20/11/2014).



Fuente: elaboración propia.

Como se comentaba anteriormente, y según reflejaba la tabla 5.3.7 el riesgo que ha soportado el cliente para lograr esta rentabilidad desde que decidió hacer la inversión hasta la fecha actual ha sido de 1,13. Este riesgo se consideraba óptimo para el perfil de cliente seleccionado.

Una vez controlada la cartera y sus activos, se emite un informe o *reporting* al cliente con todas las posiciones de la misma, indicando el valor inicial de estas posiciones, la rentabilidad, etc. Para este inversor el *reporting* enviado el mes de noviembre fue el siguiente:

Tabla 5.3.8.: *Reporting* de noviembre 2014 para el cliente.



EMPRESARIO

20/11/2014

CARTERA DE FONDOS

ISIN	FONDO	DIVISA	FECHA	P. COMPRA	Nº PARTICIP.	VALOR LIQ.	VALOR ACTUAL	PLUS/MIN LATENTE	RENT. HIST.%	DEPOSITARIA
ES013860003	ALTAIR PATRIM	EUR	07/08/2014	€ 30.026,17	3.424	9,03	€ 30.922,33	€ 896,16	2,98%	BBVA
DE000A0H074	ISHARES EURO	EUR	07/08/2014	€ 28.992,33	243	120,11	€ 29.186,73	€ 194,40	0,67%	BSCH
ES017199601	GRIFOLS CLAS	EUR	07/08/2014	€ 4.999,74	157	35,09	€ 5.493,69	€ 493,95	9,88%	BANKINTER
ES018426221	VISCOFAN	EUR	07/08/2014	€ 9.991,15	247	46,78	€ 11.554,66	€ 1.563,51	15,65%	BANKINTER
ES017309311	REE	EUR	07/08/2014	€ 25.004,62	417	70,45	€ 29.398,79	€ 4.394,17	17,57%	BANKINTER
	EFFECTIVO	EUR	07/08/2014	€ 1.000,00	1.000	1,00	€ 1.000,00	€ -	0,00%	
				€ 100.014,01			107.556,20	7.542,19		

TOTAL PATRIMONIO	€ 100.014,01	€ 107.556,20	€ 7.542,19	7,54%
------------------	--------------	--------------	------------	-------

Fuente: elaboración propia.

Como se aprecia en la tabla 5.3.8, la rentabilidad conseguida desde agosto por Getino Finanzas E.A.F.I. para su cliente supera el 7%. La inversión inicial era de unos 100.000 euros y en cuatro meses logró incrementar este patrimonio hasta los 107.556 euros.

Si se tiene en cuenta que para este mismo período de tiempo la rentabilidad obtenida por el Ibex 35 fue de 1,30% y la rentabilidad lograda por el índice *Barclays Capital Euro Aggregate Bond* fue de 2,09% se observa que la rentabilidad que se consigue a través del asesoramiento financiero es superior:

Renta variable: $1,30\% \times 43,46\% \times 100.014,01\text{€} = 565,06\text{€}$

Renta fija: $2,09\% \times 56,54\% \times 100.014,01\text{€} = 1.181,85\text{€}$

Mientras con el asesoramiento financiero ha obtenido hasta la fecha plusvalías por valor de 7.542€ sin el asesoramiento las plusvalías habrían sido solamente de 1.746,91€

La composición de esta cartera actualmente es muy beneficiosa para el cliente, ya que los niveles de riesgo y rentabilidad son los apropiados, no obstante, en el caso de las inversiones a largo plazo, es habitual que se produzcan cambios en la composición de la cartera debido a las fluctuaciones de los mercados.

Actualmente, el tiempo que ha pasado desde la creación de la cartera del cliente no es significativo y las oscilaciones del mercado se han comportado a favor de la composición inicial.

Sin embargo, en un período de tiempo no muy lejano es probable que sea necesario incorporar algún activo y/o vender otro. En ese momento se realiza una recomendación.

Esta recomendación consiste en dejar por escrito la transacción realizada a través de un acuerdo firmado. En este acuerdo el cliente firma estar conforme con la operación y el asesor se compromete a que dicha operación sea ajustada a su perfil de riesgo como inversor.

Aquí finaliza la inversión con este cliente desde que se creara la cartera hasta la fecha actual. Los gestores continuarán realizando el seguimiento y control de la cartera, enviando informes mensuales y decidiendo, si las condiciones lo aconsejan, reestructurar la cartera.

6. CONCLUSIONES

El objetivo del trabajo era establecer el proceso de asesoramiento financiero llevado a cabo por las E.A.F.I. Para abordar este objetivo se ha desarrollado el caso de un cliente prototipo de Getino Finanzas, una EAFI representativa de la actividad de este tipo de empresas.

Además, el análisis del caso se ha completado con la recopilación y análisis de datos cuantitativos relativos a las cotizaciones diarias de los diferentes activos que conforman la cartera, de modo que se pueden alcanzar unas conclusiones más completas combinando el desarrollo del caso y el análisis de la rentabilidad y el riesgo, con periodicidad diaria, de la cartera.

Todo ello permite alcanzar las siguientes conclusiones:

- Para responder al subobjetivo de identificar el marco teórico, se ha analizado el entorno en el que se desarrolla la actividad de asesoramiento, concluyendo que viene determinado por la normativa MiFID. Esta normativa marca, por una parte, el contexto en el que operan las empresas de servicios de inversión concretando qué labores puede realizar cada una. Por otra parte, establece las garantías mínimas en cuanto a información para el cliente que estas entidades deben tener y la comprensión mínima que deben tener los clientes.
- En cuanto al proceso de planificación seguido por las EAFI, se puede concluir que, en primer lugar, se establece el perfil individualizado del riesgo que tiene el cliente. Para ello, se tienen en cuenta las características del mismo, y de esta forma, se puede elegir el tipo de activo más apropiado para él y el cual se utilizará. A continuación, se aplican las técnicas e indicadores del análisis fundamental y del análisis técnico para determinar el activo concreto.
- Finalmente, en cuanto a los mecanismos de control, el desarrollo del caso muestra que si al aplicar los mecanismos de control los activos financieros no obtienen buenos resultados o la cartera creada excede en riesgo a la perfilación inicial que se había hecho del inversor, será necesario y obligatorio, según la MiFID, modificar las posiciones.

- Además, para completar el caso, se ha recurrido a información cuantitativa diaria relativa a las cotizaciones de los activos. Del análisis de esta información se puede concluir que una atención constante a la cartera es esencial para mantener controlada la rentabilidad y volatilidad que desea el cliente.

A pesar de haber conseguido plasmar todo el procedimiento, se pueden apreciar algunas limitaciones. Entre ellas, es necesario señalar la imposibilidad de llevar a cabo toda la operativa completa para analizar la inversión, puesto que no se dispone fácilmente de todo ese gran volumen de información, además, este análisis de carteras requiere un continuo seguimiento de la aplicación de las técnicas, es decir, este trabajo no debe finalizar aquí, sino que debe continuar siendo analizado.

7. BIBLIOGRAFÍA

- Amado Guirado, J. (2013). *Gestión fiscal de patrimonios 2013*. Valencia: Wolters Kluwer España, CISS.
- Banco Santander. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 7 de Noviembre de 2014, de <http://www.santanderassetmanagement.es/>.
- BOE. (2007). *Página Oficial*. Recuperado el 7 de Noviembre de 2014, de <http://www.boe.es/>.
- Bolsa de Madrid. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 7 de noviembre de 2014, de <http://www.bolsamadrid.es/>.
- Börse Frankfurt. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 7 de Noviembre de 2014, de <http://www.boerse-frankfurt.de/>.
- Calvo, P. (2014). Ebury: el euro caerá en 2015 por debajo del cambio al que nació contra el dólar en 1999. *El Confidencial*.
- Castillo Arnalte, D., Hernández Gonzalez, J. C. y Méndez Castro, M. (2012). *Asesoramiento Financiero: Un largo camino por recorrer*. Barcelona: Universitat Pompeu Fabra.
- CincoDías. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 7 de noviembre de 2014, de <http://www.cincodias.es/>.
- CNMV. (2014). *Empresas de asesoramiento financiero*. Recuperado el 3 de Septiembre de 2014, de <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/ListadoEntidad.aspx?id=1&tipo=2>.
- Codina Castro, J. (2012). *Manual de análisis técnico (7ª)*. Madrid: Inversor Editores S.L.
- Ferrer, À F. (2010). *Análisis técnico bursátil: aplicando gráficos e indicadores para rentabilizar sus inversiones*. Barcelona: Profit Editorial.
- Fondos Cotizados. (2013). *Fondos Cotizados: Teoría de Cartera*. Recuperado el 24 de Octubre de 2014, de <http://fondoscotizados.com/teoria-de-cartera/>.
- Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros. (2013). *Las nuevas y esperadas Empresas de Asesoramiento Financiero*. Recuperado el 15 de Septiembre de 2014, de <http://www.febf.org/medios/verpublicacion.php?ID=352>.
- García Boza, J. (2013). *Inversiones financieras: Selección de carteras. Teoría y práctica*. Madrid: Piramide.
- García Olalla, M., Martínez García, F. J. y Fernández González, E. (2014). *Manual del asesor financiero*. Madrid: Paraninfo.

- Garrido, N. P. (2004). *Análisis multicriterio aplicado a la selección de carteras*. Huelva: Universidad de Huelva.
- Getino Finanzas E.A.F.I. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 6 de Octubre de 2014, de http://www.getinofinanzas.es/ingles_servicio_360.php.
- Gitman, L. J. y Joehnk, M. D. (2008). *Fundamentals of investing*. Londres: Pearson Education.
- Gómez Bezares, F. (2000). *Gestión de carteras*. Bilbao: Desclée de Brouwer.
- Grifols. (2014). *Página oficial*. Recuperado el 8 de Septiembre de 2014, de <http://www.grifols.com/es/web/international/about-grifols/serving-peoples-health>.
- Ishares. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 20 de noviembre de 2014, de <http://es.ishares.com/es/rc/>.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- Lozano, X. B. y Brun, X. (2008). *Análisis y selección de inversiones en mercados financieros: Eficiencia de los mercados, teoría de carteras, asignación de activos y definición de políticas de inversión*. Barcelona: Profit Editorial.
- Marín, J. M. y Rubio, G. (2001). *Economía financiera*. Vigo: Antoni Bosch editor.
- Martínez Álvarez, J. A. (2012). Calvo González J. L. (Ed.), *Banca y mercados financieros* (2ed). Valencia: Tirant lo Blanch.
- Mateu Gordon, J. L. (2014). Fondo de Renta Mixta. *Expansión*.
- Morningstar. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 22 de Agosto de 2014, de www.morningstar.es.
- Mullainathan, S., Nöth, M. y Schoar, A. (2012). *The Market for Financial Advice: An Audit Study*.
- Olalla, M. G., García, F. J. M. y González, E. F. (2014). *Manual del asesor financiero*. Castilla La Mancha: Thomson-Paraninfo.
- Red Eléctrica de España. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 20 de Septiembre de 2014, de <http://www.ree.es/>.
- Serrat, A. S. (2005). *Manual de análisis fundamental*. Madrid: Inversor Ediciones.
- Tena Rodríguez, V. (2000). *Análisis de los mercados de valores: una aproximación a su estructura y funcionamiento*. Madrid: Dykinson.

Torres Gutiérrez, J. J. (2011). La formación de una cartera óptima de activos: una guía para no especialistas. *Extoikos*, (4), 55-63.

Viscofan. (2014). *Página Oficial*. Recuperado el 26 de Septiembre de 2014, de www.viscofan.com.