

2.7 - CONSIDERACIONES ADICIONALES

La Comisión de Control del Fondo puede **retirar el Mandato de Gestión** a la Gestora en cualquier momento, con dos meses de preaviso.

La **comunicación** entre la Comisión de Control del Fondo y la Gestora será en todo caso por correo electrónico, sin perjuicio de que se anticipen por teléfono los comentarios o consultas sobre algunos asuntos según su urgencia o se comenten éstos con ocasión de algún Pleno de la C.Control.

La gestora no podrá **subcontratar la gestión** de todo o parte de la cartera del Fondo con ningún tercero, salvo que pertenezca al mismo grupo empresarial y lo haya puesto en conocimiento de la Comisión de Control; o salvo aceptación expresa de la Comisión de Control, en cualquier otro caso.

Las partes (Comisión de Control y Gestora) designarán por consenso, en caso necesario, un Agente de Cálculo independiente para la **resolución de los conflictos de interés técnicos** que se pudieran generar. La remuneración del Agente de Cálculo (en caso de existir) se compartiría entre Gestora y Fondo.

2.8 - PLAN DE AJUSTE COYUNTURAL DE LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

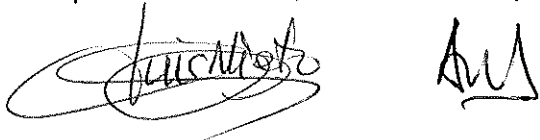
Para preservar los intereses y riqueza de los partícipes, es necesario prever ajustes en la estrategia de inversión. Es necesario documentar por anticipado qué respuestas o medidas serían susceptibles de tomarse ante acontecimientos extraordinarios de los mercados financieros cuyos efectos sean negativos para la estrategia (ajustes estratégicos). Este documento constituye un **ANEXO** del Mandato denominado PLAN DE AJUSTE COYUNTURAL DE LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN.

El Plan de Ajuste Coyuntural de la Estrategia de Inversión es **responsabilidad de la Comisión de Control** (o de quien ésta delegue), que deberá:

- **Diseñar** el Plan de Ajuste de la Estrategia y sus alertas, **en colaboración con la Gestora** ⁵ y, en todo caso, poniéndolo en conocimiento de ésta.
- Hacer un **seguimiento** del Plan de Ajuste de la Estrategia y de la **verificación** de la superación de las alertas y controles.
- **Revisar** el Plan de Ajuste de la Estrategia anualmente de forma ordinaria, y de forma extraordinaria cada vez que se superen las alertas y control establecidos.

Es necesario que la Entidad Gestora tenga monitorizadas las alertas a controlar para que, en caso de saltar las alarmas, valore si ejecuta o no los ajustes que ya se han previsto. No obstante, cualquiera que sea su decisión, informará a la Comisión de Control (o a quien ésta delegue), exponiendo sus razonamientos en caso de haber decidido no aplicar el Plan. No obstante, la Comisión de Control se reserva en todo caso la potestad de ordenar la ejecución del Plan de Ajuste de la Estrategia previsto, una vez valoradas las recomendaciones de la Gestora y del Consultor.

⁵ La Entidad Gestora no es responsable del Plan de Contingencia pero, para la aplicación eficiente y responsable del mismo, es recomendable que se implique con su participación y experiencia.



ANEXO 1

DEL MANDATO DE GESTIÓN DE FONDEMPLEO CAJA ESPAÑA F.P.

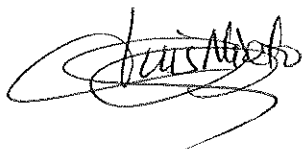
COMISIÓN DE GESTIÓN ⁽⁶⁾

aplicable por Caja España Vida a Fondempleo Caja España FP

1. Principios sobre los que se ha definido el sistema de Comisión.
2. Fecha de entrada en vigor.
3. Sistema de Comisión de Gestión.
4. Devengo y liquidación.
5. Cálculo de la parte "Comisión Variable".
6. Información a la Comisión de Control.
7. Revisión de la Comisión de Gestión.
8. Escala de la comisión

León, diciembre de 2006

⁶ Sistema en vigor desde el 01/01/2007, modificado el 13/12/2007 por acuerdo de las partes para adaptar el cálculo de la rentabilidad del benchmark en coherencia con el Mandato de Gestión en vigor, al eliminarse el rebalanceo mensual practicado en 2007. En este texto también se mejoran, actualizan o añaden algunos detalles de expresión que no inducen a cambios reales en el contenido.



1.- Principios sobre los que se ha definido el sistema de Comisión

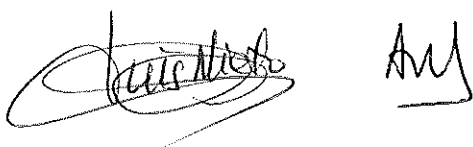
El presente documento recoge el acuerdo entre Caja España Vida (en adelante 'la Gestora') y la Comisión de Control de Fondempleo F.P. (en adelante 'el Fondo'), relativo a la Comisión de Gestión que la primera aplicará al segundo sobre la base de una gestión activa en el marco definido por el Mandato de Gestión que se halle en vigor.

Para llegar a este acuerdo pactado, se ha tenido en cuenta un cierto "marco teórico" definido por determinados "principios generales" que fueron recopilados en los trabajos previos, los cuales se exponen a continuación a fin de que constituyan un referente para futuras revisiones de la comisión de gestión:

1. **El sistema mixto de Comisión de Gestión aquí descrito sólo tiene sentido cuando se deja a la Gestora la responsabilidad de la gestión activa de las inversiones bajo los principios recogidos en el Mandato de Gestión. Pretende ser un sistema de remuneración incentivador para la Gestora.**
2. **La remuneración variable sólo se vincula a extra-rentabilidad sobre *benchmark*, y en diferente porcentaje en función de que ésta represente "aumento de beneficio" o "minoración de pérdida" para el Fondo.** Aunque financieramente se trate de lo mismo, un incremento de gastos no se justifica de igual modo, por su diferente grado de aceptación, en uno u otro caso ante el colectivo de representados en la Comisión de Control de Fondempleo. En todo caso, no es aconsejable una asimetría excesiva, que supere la relación 2/1, salvo que ambas partes valoren que no se anula el sistema de incentivos.

Para calcular la extra-rentabilidad, se descontará el efecto de aquellos gastos generales del Fondo que no están directamente relacionados con la administración y gestión de su patrimonio, y sobre los cuales no tenga control la Gestora.

3. Establecimiento de un porcentaje **Máximo** de Comisión Variable, para no motivar al gestor hacia decisiones excesivas en la gestión del riesgo, tanto al alza como a la baja. Para que no se anule un sistema de incentivación, **esta limitación no debe resultar en ningún caso excesiva**. No obstante, el máximo debe ser distinto en coherencia con la **asimetría definida para el % de remuneración** sobre los extra-beneficios y las minuspérdidas, de modo que se alcance con igual o similar desviación positiva sobre *benchmark*.
4. Procurar definir el sistema con máxima **simplicidad** para su comprensión por parte de cualquiera, su aplicación por la Gestora y su comprobación por quien tenga dicha competencia.
5. Definir una **cláusula de revisión** en función de determinados cambios internos (nuevo Mandato con cambios relevantes en el esfuerzo o en el grado de autonomía para la gestión), o cuando se verifique una desviación sobre los niveles de comisiones aplicados en el mercado para fondos con filosofías de gestión similares, o en función de resultados consolidados en el medio plazo, etc. Evitar revisar antes de que transcurra un **periodo mínimo de un ejercicio o año natural**.
6. **Porcentajes Fijo y Variable que estén en condiciones razonables de precios de mercado** (el de fondos de empleo españoles), bajo criterios de comparación lo más homogénea posible tales como: estructura y política de inversión, volumen del patrimonio, sector financiero (preferentemente Cajas de Ahorro), etc. Y comprobando que **los posibles incrementos de comisiones surgen con suficiente contrapartida en un incremento de la rentabilidad final o neta para los Partícipes**.
7. **Evitar cambios injustificados en el nivel de gastos por comisiones.** Para reducir incertidumbre ante nuevo sistema, realizar simulaciones sobre los resultados históricos del Fondo y/o sobre hipótesis de comportamiento futuro de los mercados y del propio Fondo.



2.- Fecha de entrada en vigor

La fecha de entrada en vigor para la aplicación del sistema de Comisión de Gestión Fija y Variable que se documenta en este Anexo, se establece el **1 de enero de 2007**.

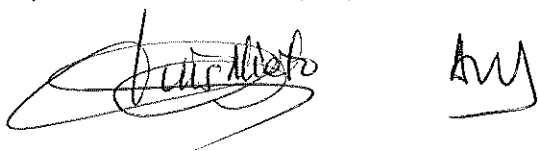
3.- Sistema de Comisión de Gestión

La Comisión de Gestión aquí definida se rige, en general, por los principios expuestos en la introducción anterior. Consta de una parte fija y otra parte variable. El porcentaje variable es diferente dependiendo de si la extra-rentabilidad del Fondo sobre la de su *benchmark* ponderado (definido en el Mandato de Gestión) representa "más beneficio" o "evitación de pérdida". Además, la parte variable está sujeta a un límite. Los términos concretos son:

- **Parte FIJA:** 0,15% anual sobre el patrimonio efectivamente gestionado; y
- **Parte VARIABLE:** un porcentaje sobre la extra-rentabilidad del Fondo respecto de la arrojada por su *benchmark* ponderado definido en el Mandato de Gestión, que será de un 28% sobre lo aportado como "extra-beneficio" y de un 10% sobre lo aportado como "minus-pérdidas", **con un límite máximo** que se indica a continuación en cada caso:
 - Cuando el Fondo obtiene una diferencia de rentabilidad negativa o nula respecto a la de su *benchmark*: no se aplica comisión Variable (sólo la Fija del 0,15% anual).
 - Cuando el Fondo obtiene una diferencia de rentabilidad positiva respecto a la de su *benchmark*, se añade una comisión Variable cuyo porcentaje anual y límite es:
 - Cuando Fondo y *benchmark* cierran ambos el ejercicio en beneficios:
 - Comisión del 28% sobre la extra-rentabilidad.
 - Con un máximo del 0,45% de comisión Variable y 0,60% de comisión de gestión Total sobre patrimonio efectivamente gestionado (este límite se alcanza con una extra-rentabilidad de +1,60715 puntos porcentuales).
 - Cuando Fondo y *benchmark* cierran ambos el ejercicio en pérdidas:
 - Comisión del 10% sobre la extra-rentabilidad.
 - Con un máximo del 0,15% de comisión Variable y 0,30% de comisión de gestión Total sobre patrimonio efectivamente gestionado (este límite se alcanza con una extra-rentabilidad de +1,50 puntos porcentuales).
 - Cuando el *benchmark* cierra el ejercicio en pérdidas y el Fondo en beneficios:
 - Comisión del 10% de la pérdida evitada y del 28% del beneficio.
 - Con un máximo del 0,45% de comisión Variable y 0,60% de comisión de gestión Total sobre patrimonio efectivamente gestionado (este límite se alcanza con una extra-rentabilidad de +1,60715 puntos porcentuales).

DETERMINACIÓN DEL PERIODO DE MEDICIÓN.- Para determinar el período de medición de rentabilidades, tanto para el Fondo como para su *benchmark*, se entiende por "ejercicio" el año natural desde el 1-enero al 31-diciembre. No obstante, esta aclaración sólo es coherente cuando el sistema y precios de la comisión se aplican sin cambios a un ejercicio completo, tal y como recomendaron los auditores externos a finales de 2006.

MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL FONDO.- A efectos de su comparación con la del *benchmark* ponderado, la rentabilidad neta o final del Fondo se ajustará descontando el efecto de determinados gastos no imputables directamente a la administración y gestión del patrimonio del mismo por parte de la Gestora, concretamente los siguientes:



- Gastos corrientes de funcionamiento de la Comisión de Control,
- Gastos de Consultorías (Financiera, Jurídica, etc) de la Comisión de Control,
- Gastos de Actuarios (el ordinario del Fondo y el de la Revisión Financiero-actuarial),
- Gastos por Comisión de Depositaria,
- Gastos de la prima de Seguro de R.C. de la Comisión de Control, y
- Gastos de Auditoría del Fondo.

Descontando el efecto de tales gastos, se obtiene la **"Rentabilidad del Fondo a efectos del cálculo de la comisión variable"**.

MEDICIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL BENCHMARK DEL FONDO.- Se realizará según esté definida en el Mandato de Gestión que se halle en vigor.

4.- Devengo y liquidación

DEVENGO

Tanto la parte Fija como la parte Variable se devengarán diariamente sobre el patrimonio del Fondo, para su consideración en el Valor Liquidativo. Por lo tanto, su cálculo debe ser necesariamente diario.

El devengo de la parte Variable, no obstante, queda sujeto a las consideraciones que se definieron en el apartado anterior para la definición y el cálculo de la misma.

En el apartado siguiente se describe y explica el cálculo de la parte variable que realiza la Gestora.

LIQUIDACIÓN

La parte Fija se liquidará mensualmente a la Gestora a mes vencido. La parte Variable se liquidará anualmente, mediante pago autorizado por la Comisión de Control del Fondo, dentro de un plazo de 15 días hábiles a partir de la fecha de recepción, de parte de la Gestora, de la información necesaria sobre el cierre del ejercicio natural para efectuar los cálculos oportunos de la comisión variable.

Se entiende que la liquidación de cualquiera de las partes será susceptible de revisión ante cualquier error demostrado posteriormente y que afecte al cálculo de la comisión, bien por el Auditor Externo, bien por el Consultor Financiero de la Comisión de Control, etc, y que la Gestora facilitará los datos necesarios para tales comprobaciones.



5.- Cálculo de la parte 'Comisión Variable'

Se comparará diariamente la rentabilidad del Fondo (considerada según se ha indicado en apartados precedentes) con la rentabilidad del *benchmark* ponderado establecido en el Mandato de Gestión, estableciendo la diferencia en "puntos básicos" (dato E). Con el patrimonio del Fondo en cada día (dato C), también se calculará diariamente el Patrimonio Medio (dato D) de los días transcurridos en el año natural en curso (dato B). Aplicando el porcentaje de comisión correspondiente (dato F), sobre los datos D, F y B de cada día se calcula la Comisión Variable Acumulada a esa fecha (dato G).

Cada día se procederá a anular la Comisión Variable Acumulada a la fecha anterior, aplicando de nuevo los cálculos sobre los nuevos datos diarios de patrimonio medio, comisión aplicable a la nueva desviación de rentabilidad, y proporción de días transcurridos del año. Con el nuevo cálculo de comisiones, y por diferencia con las acumuladas a la fecha anterior, obtenemos un "ajuste diario" (dato H). De esta manera, aunque se practique un devengo diario de la Comisión Variable, el total calculado coincidirá siempre con el devengo natural del periodo transcurrido del ejercicio en curso.

A	B	C	D	E	F	G	H
Fecha V.L.	Días	Patrimonio Día	Patrimonio Medio Acum.	PB sobre benchmark	% Comisión Variable	Comis.Acum. s/ Patr.Medio	Ajuste diario

DATOS:

A = Fecha del valor liquidativo. Los periodos serán, por lo general, años naturales (tal y como se ha comentado en el apartado "Determinación del período de medición").

B = Días transcurridos en el año natural en curso.

C = Patrimonio en el día.

D = Patrimonio Medio, calculado como la media de los patrimonios diarios en el año en curso.

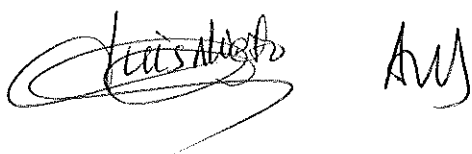
E = Puntos básicos (con redondeo en 2 decimales) de diferencia de rentabilidad del Fondo respecto a la de su *benchmark* ponderado definido en el Mandato de Gestión. Para establecer esta diferencia, de la rentabilidad neta del Fondo (la del Valor Liquidativo) se descuenta previamente el efecto de los gastos que no están directamente relacionados con la administración y gestión del patrimonio del mismo (enumerados en otro apartado anterior). **En el fichero real deben existir las hojas de cálculo necesarias para detallar con claridad los datos que intervienen en este cálculo diario de la comisión** (rentabilidad neta del Fondo, gastos que la corrigen, rentabilidad del *benchmark* ponderado, cálculo de éste último, etc).

F = Porcentaje anual de comisión variable a aplicar (con redondeo en 4 decimales, si así procediera), definido en función del dato E.

De modo orientativo, ver escalado que se adjunta en página siguiente.

G = Comisión de gestión devengada a la fecha en cuestión, sobre la base de los datos anteriores (patrimonio medio, porcentaje de comisión anual y número de días transcurridos), por la fórmula de cálculo del interés simple: $G = D \times (F/100) \times (B / N^{\circ}\text{Días.Año})$

H = Ajuste diario a realizar por la Gestora para el devengo de comisiones. Al final del ejercicio se comprobaría que: $\sum H_n = D_{31.Dic} \times (F_{31.Dic} / 100)$



6.- Información a la Comisión de Control

Para facilitar a la Comisión de Control un seguimiento periódico (trimestral), el fichero que soporta los cálculos diarios debe contener el máximo detalle de todos los datos que intervienen en los mismos, ya mencionados en el apartado precedente.

7.- Revisión de la Comisión de Gestión

El presente anexo mantiene su vigencia hasta que vuelva a ser renegociado por iniciativa de una de las dos partes (Comisión de Control o Gestora) con **preaviso mínimo de 2 meses**. Inicialmente, por tratarse de una iniciación en un sistema de incentivos con escasas referencias de mercado (ver Nota abajo), y por considerarse necesario un período de prueba suficiente que permita valorar la bondad del sistema acordado, se manifiesta la intención de revisarlo en los últimos meses de 2007, con la finalidad de aplicar las posibles modificaciones pactadas desde 1-enero-2008. Y en el futuro, para evitar inestabilidad en el sistema, ambas partes entienden que **el periodo mínimo de revisión debe ser un ejercicio completo**, y que debe procurarse aportar una **justificación consistente** como, por ejemplo, las que se citan a continuación:

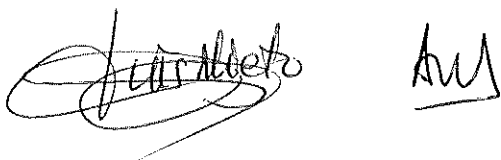
- Una modificación del Mandato que, a juicio de ambas partes, incorpora cambios relevantes en el nivel de esfuerzo de la gestión, o bien en el espíritu general del texto relativo al grado de autonomía para la gestión activa y la toma de decisiones bajo la responsabilidad de la Gestora.
- Nuevo/s estudio/s de mercado verifican que las condiciones están fuera de mercado para una muestra de fondos representativa y con filosofías de inversión similares (ver los criterios de homogeneidad citados en la Introducción).
- Se evidencia que el sistema en vigor no logra incentivar hacia la consecución de mejores resultados en la rentabilidad neta final para los Partícipes.

NOTA: Para evaluar los precios de mercado a esta fecha, sólo se dispone de un informe de NOVASTER, de 31-mayo-2006, que se considera muy limitado por la escasez de fondos con comisión variable en el mercado, sobre los cuales poder comparar bajo ciertos criterios de homogeneidad exigidos: fondos de empleo, del mercado español (y con referencias sobre Cajas de Ahorro), volumen patrimonio superior a 100 MM de euros, estructura similar de RF-RV, y gestión activa. Se facilitó una copia a la Gestora.

8.- Escala de la comisión

En la página siguiente hay una tabla con el esquema del escalado de la comisión de gestión, si bien no sustituye a la explicación del sistema desarrollada en este Anexo.

La novedad que añade es la indicación, a título orientativo, de un **"Umbral de rentabilidad neta"**, para señalar aproximadamente la extra-rentabilidad sobre benchmark a partir de la cual los partícipes obtendrán rentabilidad neta positiva (en términos financieros), una vez cubierta la "comisión de gestión total" y el "resto de gastos", condicionado todo ello a que éstos últimos no superen el 0,10% del patrimonio medio del fondo (entre comisión de depositaria, y gastos de auditoría, actuario, consultorías, funcionamiento de la Comisión de Control, etc).



Puntos "básicos" (centésimas) de Rentab. Bruta s/ Benchmark
--

AÑOS POSITIVOS (en Benchmark y Fondo)	AÑOS NEGATIVOS (en Benchmark y Fondo)
---	---

Comis. Fija = 0,15% Comis. Vble.= 28% Máx. Total = 0,60%	Comis. Fija = 0,15% Comis. Vble.= 10% Máx. Total = 0,30%
---	---

COMISIÓN TOTAL	COMISIÓN TOTAL
-----------------------	-----------------------

SÓLO COMIS. FIJA	< ó = -100	0,1500%	0,1500%
	-75	0,1500%	0,1500%
	-50	0,1500%	0,1500%
	-25	0,1500%	0,1500%
	0	0,1500%	0,1500%
UMBRAL RENT.NETA	10	0,1780%	0,1600%
	20	0,2060%	0,1700%
	28,000	0,2284%	0,1780%
	30	0,2340%	0,1800%
	35,000	0,2480%	0,1850%
	40	0,2620%	0,1900%
	50	0,2900%	0,2000%
	53,570	0,3000%	0,2036%
	60	0,3180%	0,2100%
	70	0,3460%	0,2200%
	80	0,3740%	0,2300%
	90	0,4020%	0,2400%
	100	0,4300%	0,2500%
	110	0,4580%	0,2600%
	120	0,4860%	0,2700%
	130	0,5140%	0,2800%
	140	0,5420%	0,2900%
	150	0,5700%	0,3000%
	160	0,5980%	0,3000%
	160,715	0,6000%	0,3000%
COMISIÓN MAXIMA	170	0,6000%	0,3000%
	180	0,6000%	0,3000%
	190	0,6000%	0,3000%
	= ó > 200	0,6000%	0,3000%



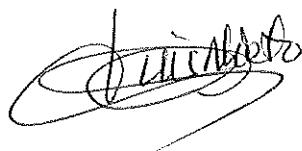

ANEXO 2

DEL MANDATO DE GESTIÓN DE FONDEMPLEO CAJA ESPAÑA F.P.

CÁLCULO TÉCNICO DEL TRACKING ERROR EX-ANTE

1. Elección del Tracking Error como medida de riesgos de las carteras.
2. Formulación financiera del TE EX-ANTE.
3. Especificaciones técnicas utilizadas para la generación, actualización y mantenimiento de la matriz de riesgos.
4. Desagregación de subyacentes utilizada.
5. Los vértices rentabilidad-riesgo identificados.
6. La herramienta informática para su seguimiento.

León, diciembre de 2007



1.- Elección del Tracking Error como medida de riesgos de las carteras

Existen tantos *conceptos de riesgo* como productos y/o inversores. "No entrar en pérdidas", "perder menos del 10% de mi cartera en un determinado periodo", "superar la rentabilidad de un índice", son todos ellos conceptos de riesgo.

Los conceptos de riesgo se pueden dividir en dos grandes clases: absolutos y relativos. Un concepto de riesgo relativo siempre hace referencia a la comparación de la inversión (la cartera) con otro activo o inversión conocido.

El concepto de riesgo a considerar aquí es el siguiente: "obtener rentabilidades diferentes del benchmark". Este concepto de riesgo es relativo.

A los distintos *conceptos de riesgo* les podemos asignar distintas *medidas de riesgo*. Podemos distinguir dos grandes tipos de medidas de riesgo: medidas matemáticas y medidas probabilísticas.

Medidas matemáticas de riesgo:

Las medidas matemáticas de riesgo (como la duración modificada, por ejemplo), son las habitualmente utilizadas por los Supervisores para sus modelos de control de riesgo (el método estándar de la CNMV y Banco de España es un buen ejemplo). Son habitualmente medidas basadas en la sensibilidad o, matemáticamente, la primera derivada de la función del precio a los parámetros básicos (la duración modificada es la sensibilidad del precio de un activo de renta fija a cambios en los tipos de interés).

La ventaja de estas medidas es que son absolutamente objetivas, es decir, cálculos elaborados por distintos agentes para el mismo producto producen cifras iguales, lo cual permite comparar objetivamente quién está midiendo riesgos bien y quién lo está haciendo mal. Ésta es la razón por la cual los Supervisores las incorporan en sus modelos estándares de *reporting* institucional y las aconsejan en las primeras etapas del control de riesgos.

No obstante lo dicho, **sus desventajas son muchas:**

1. No representan adecuadamente la realidad de los mercados financieros. Por ejemplo, la duración modificada no tiene en cuenta desplazamientos no paralelos de la curva de tipos de interés, que son los que habitualmente se producen.
2. No son homogéneas para cada clase de activo. Por ejemplo, es difícil hablar de la duración del riesgo divisa, de la duración de una opción o de la duración del riesgo de spread.
3. Por lo tanto, su agregación en una cifra única para toda la cartera presenta dificultades operativas.

Existen medidas de riesgo matemáticas *absolutas* y *relativas*. La diferencia de duración y dispersión de una cartera frente a la de su benchmark es un ejemplo de una medida matemática relativa.

Medidas probabilísticas de riesgo:

Las medidas probabilísticas de riesgo parten de la hipótesis de que la distribución de probabilidad de los rendimientos de los activos financieros es una *variable aleatoria* y que, por tanto, se puede caracterizar a partir de una función de distribución de probabilidades. Una



función de distribución de probabilidades asocia, a un determinado porcentaje de probabilidad, un número.

La función de distribución de probabilidades habitualmente asociada a los rendimientos de los activos financieros es la Normal. Trabajos académicos como los de los premios Nobel Harry Markowitz, William Sharpe o Black y Scholes avalan su utilización. No existe ninguna razón objetiva que nos induzca a pensar que existe otra función de distribución de probabilidades que represente mejor la realidad de los mercados financieros que la Normal (a pesar de sus limitaciones).

La literatura financiera coincide en que las limitaciones de la Normal, asociadas a los rendimientos de los activos financieros, suelen ser las dos siguientes:

- *Leptocurtosis*: en los mercados financieros las colas son más densas que las de la normal, es decir, la probabilidad asociada a "crashes" y a grandes subidas de precio son más habituales que lo que dice la Normal.
- *Apuntamiento*: en los mercados financieros, en la zona central de la función de densidad, se dan habitualmente menos casos que en la Normal.

La función Normal de distribución de probabilidades queda caracterizada por su momento respecto al origen (la media) y su momento respecto a la media (desviación típica). Asociado a los mercados financieros hablamos de rentabilidad esperada y volatilidad, respectivamente.

Por tanto, la medida de riesgo probabilística absoluta *volatilidad*, es la desviación típica de las rentabilidades de los activos.

A la volatilidad se le dan distintos nombres: sigma (para caracterizar su estándar de tiempo y función de densidad -casos recogidos), desviación típica, etc... Uno de ellos es VaR (Value at Risk o Valor en Riesgo) que no es más que la volatilidad traducida a unidades monetarias. *El VaR es una medida probabilística de riesgos absoluta.*

La ventaja de una medida probabilística frente a una matemática, es que es posible hablar de una medida probabilística común (agregada) para toda la cartera, esto es, agregar en una misma cifra todas las fuentes de riesgo. Esta homogeneidad de medida para todas las clases de activo nos permite hablar de la volatilidad de la renta variable, de la renta fija, del riesgo divisa o de una opción y, por tanto, *hablar de la volatilidad agregada de la cartera.*

Si nuestro concepto de riesgo es relativo, "obtener rentabilidades diferentes del benchmark", nuestra medida probabilística relativa será *la desviación típica de las diferencias de rentabilidad de la cartera frente al benchmark*. A esta medida la vamos a denominar "Tracking Error" (a partir de ahora TE). Al igual que la volatilidad, **el TE permite la homogeneización en una misma cifra de las distintas fuentes de riesgo.**

Nuestro Fondo ha decidido utilizar el TE como medida de riesgo, porque:

1. Siendo un concepto probabilístico, permite recoger en un solo agregado el riesgo de la cartera o del benchmark; y permite compararlos y desagregar sus distintas fuentes de riesgos.
2. Siendo el concepto de riesgo a controlar relativo, se puede caracterizar correctamente como "obtener rentabilidades diferentes del benchmark". Si, desde el punto de vista de rentabilidad, esta afirmación es fácilmente asumible, desde el punto de vista de los riesgos, éstos se generarán cuando se produzcan desviaciones en las carteras respecto a los riesgos asumidos por el benchmark.



1.1.- Riesgos que SÍ incorpora el TE

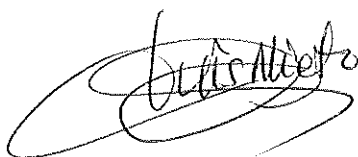
Las cinco fuentes de riesgo de mercado que incorpora el TE son las siguientes:

1. *Riesgo de Mercado de Renta Fija o Tipo de Interés.-* Es el riesgo derivado de la incertidumbre de los movimientos de precios de los activos de renta fija. Este riesgo es segregable.
2. *Riesgo de Mercado de Renta Variable.-* Es el riesgo derivado de la incertidumbre de los movimientos de precios de los activos de renta variable. Este riesgo es segregable.
3. *Riesgo de Mercado de la Divisa.-* Es el riesgo derivado de la incertidumbre de los movimientos de precios de las divisas en las que están denominados los activos financieros. Con respecto al riesgo divisa, es necesario precisar y recalcar que algunos benchmarks están expuestos a riesgo divisa, esto es, se generará riesgo relativo (de tracking error) en las carteras cuando éstas cubran (contratos de seguros de cambio) o sobreexpongan su riesgo divisa. Este riesgo es segregable.
4. *Riesgo de spread.-* Es el riesgo derivado de la incertidumbre de los movimientos de los spreads de la renta fija respecto al tipo de interés sin riesgo. Este riesgo es segregable. Con respecto a este punto, es necesario precisar que, habitualmente, los índices de renta fija utilizados para la elaboración de los benchmarks están elaborados con activos de la máxima calidad crediticia (bonos del Tesoro). Se generará aumento de riesgo al estar las carteras invertidas en bonos con calidad crediticia inferior a la de los bonos componentes de los índices de renta fija de los benchmarks.
5. *Riesgo de concentración.-* Es el riesgo derivado de la concentración, ausencia de dispersión o no diversificación de las fuentes de riesgo de la cartera. Este riesgo es segregable.

1.2.- Riesgos que NO incorpora el TE

La utilización del TE, como medida de control de riesgos, no valora ni el riesgo de impago de la contraparte, ni el riesgo de liquidez ni el riesgo operacional:

- El *Riesgo de Crédito* es el riesgo derivado de la incertidumbre respecto al pago de las obligaciones inherentes al activo financiero.
- El *Riesgo de Liquidez* mide el potencial de pérdida de precio que se incurre al comprar o vender activos en mercados poco profundos.
- El *Riesgo Operacional* mide la pérdida potencial de ingresos debido a la posibilidad de incurrir en errores humanos o técnicos al comprar y vender activos financieros.



2.- Formulación financiera del Tracking Error Ex-Ante

Existen básicamente dos formas de medir el TE:

- a) **TE EX-POST:** Tracking error entendido como la desviación típica (volatilidad) de las diferencias de rentabilidad (exceso de rendimiento) entre la cartera y el benchmark. Expresado habitualmente como desviación típica anualizada (estándar: una sigma, un año).

Tracking error = S_e desviación típica anualizada de e_t

$$e_t = R_{pt} - R_{bt}$$

Donde: e_t = la diferencia de rentabilidad

R_{pt} = rentabilidad de la cartera

R_{bt} = rentabilidad del benchmark

$$S_e = \frac{1}{T-1} \sqrt{\sum_{t=1}^T (e_t - \bar{e})^2} \sqrt{M}$$

Donde: T = número de periodos

$\bar{e}$ = media de las diferencias de rentabilidades

M = número de periodos en un año (252 días, 52 semanas, 12 meses, etc.). La raíz cuadrada de M permite adaptar la volatilidad al horizonte temporal elegido.

Fuente: The Journal of Portfolio Management "Discovering errors in tracking error" (Peter F. Pope y Pradeep K. Yadav).

- b) **TE EX-ANTE:** Tracking error entendido como el Value at Risk del Relative Portfolio (riesgo probabilístico de la cartera relativa). Se trata de aplicar la medida de riesgo VaR, que en principio es una medida absoluta, sobre una cartera que es relativa (la diferencia de pesos en las fuentes de riesgo entre la cartera y el benchmark). Al aplicar el VaR sobre la cartera relativa, la medida de riesgo obtenida es ya relativa.

$$\text{Tracking error} = \text{RAÍZ} \left((w_p - w_b)' V (w_p - w_b) \right)$$

Donde: w_p = peso de cartera en un activo

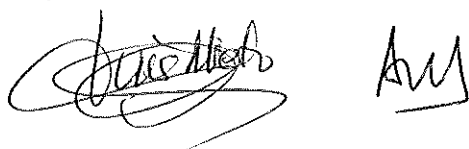
w_b = peso de cartera del activo en el benchmark

V = matriz de varianzas-covarianzas entre todos los activos.

Fuente: The Journal of Portfolio Management "A mean-variance analysis of tracking error" (Richard Roll).

Desechamos la primera medida (TE EX-POST) porque tiene las siguientes limitaciones:

- No nos informa de las distintas fuentes de riesgo del TE: no es posible segregar entre riesgo renta fija, variable, divisa y crédito.
- Es muy dependiente del muestreo y la longitud de la muestra elegida: a partir de datos históricos, un nuevo dato de exceso de rentabilidad generará una desviación típica muy parecida a la anterior, lo cual no informará adecuadamente del riesgo real de TE incurrido por nuestra cartera frente al benchmark.



- Sólo permite controles medios ex-post, ya que, como se ha dicho antes, esta medida se nutre de las rentabilidades efectivamente obtenidas por cartera y benchmark.

Para los objetivos de este Mandato utilizaremos la segunda medida (TE EX-ANTE), para superar los tres puntos limitativos de la primera. Para ello, el modelo de medición del TE parte de la correcta identificación de:

- **Cartera Relativa**
- **Matriz de Riesgos: vector de volatilidades y Matriz de correlaciones**

La lectura de esta medida es: "existe un determinado porcentaje de probabilidades (en función del estándar de sigma) a un determinado plazo (en función del estándar de tiempo), de desviarse más de X% (por exceso o por defecto) de la rentabilidad que tenga el benchmark". Este X% es absoluto, esto es, como rentabilidad y volatilidad están expresadas en las mismas unidades, si la rentabilidad es 7,5 y $X=2$, (para 1sigma, 1 año) tenemos que "existe un 16% de probabilidades de que dentro de un año mi cartera esté por encima de 9,5 o por debajo de 5,5; siendo hoy la rentabilidad del benchmark el 7,5%.

3.- Especificaciones técnicas utilizadas para la generación, actualización y mantenimiento de la matriz de riesgos

Denominamos "matriz de riesgo" al conjunto formado por un vector de volatilidades y una matriz de correlaciones. Sus características son las siguientes:

1. Responsabilidad del mantenimiento de la matriz: SERFIEX (Consultor Financiero de la Comisión de Control del Fondo)
2. Notas técnicas:
 - a) Muestra: DOS AÑOS.
 - b) Datos: RENTABILIDADES SEMANALES tomadas los viernes. Si no hay dato para el viernes, se tomará el dato inmediatamente anterior.
 - c) Metodología: RENTABILIDADES HISTÓRICAS.
 - d) Fuente de datos: REUTERS.
 - e) Actualización por parte de SERFIEX S.A.: MENSUAL.

4.- Desagregación de subyacentes utilizada

Toda la exposición a fuentes de riesgo de la cartera se asocia a los vértices del mapping propuesto en la matriz de riesgos.

Lo mismo para el benchmark.

La exposición mapeada es porcentual, no en unidades monetarias.

A partir de estos datos se elabora por diferencias, para cada vértice de mapeo, el "vector relativo" (la cartera relativa).

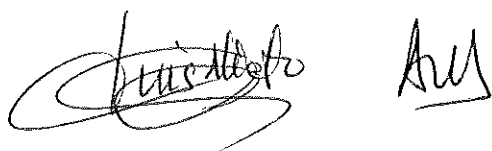
El TE EX-ANTE obtenido está en el siguiente estándar: una sigma, anualizada.

5.- Los vértices rentabilidad-riesgo identificados (vértices de mapeo)

Grupo	Vértice	Índice Utilizado (RIC de Reuters)
Liquidez	CASH	EURTNZ=R
Renta Fija Euro	DUR < 2 AAA	AAAEUR2Y=
	DUR entre 2-5 AAA	AAAEUR4Y=
	DUR > 5 AAA	AAAEUR7Y=
	DUR < 2 AA	AAEUR2Y=
	DUR entre 2-5 AA	AAEUR4Y=
	DUR > 5 AA	AAEUR8Y=
	DUR < 2 A, BBB	Composite de AEUR2Y= y BBBEUR2Y=
	DUR entre 2-5 A, BBB	Composite de AEUR5Y= y BBBEUR5Y=
	DUR > 5 A, BBB	Composite de AEUR9Y= y BBBEUR9Y=
Fondo Monetario	DINAMICO	CAAM Dynarbitrage VaR 8
RV Europa	EUROSTOXX	.STOXX50E
	DJ MIDCAP	.SMGP
	IBEX	.IBEX
	IBEX MID	.IBEXC
	RECOVERY	M&G Recovery C Euro Acc
RV USA Nasdaq	NDX	.NDX
RV USA S&P	SPX	.SPX
	PARVEST USA VALUE	Parvest US Value Inst C
	LEHMAN ALPHA US	Lehman Brothers USA Value USD Adv Acc
	UBAM US EQ	UBAM Neuberger Berman US Equity Value I
	ROBECO	Robeco US Premium Equities I USD
	SCH US SMALL	Schroder ISF US Smaller Companies C Acc
	PIONEER FDS	Pioneer Funds North Amer Basic Value I No Dis EUR
RV Japón	NIKKEI	.N225
	JPM JAPAN EQ	JF Japan Equity A Dist USD
	UBAM JAPAN EQ	UBAM IFDC Japan Equity I
RV Emergentes	EMERG	.MSCIEF
Divisa	USD	USDEUR=R
	JPY.XE	JPYEUR=R
	GBP.XE	GBPEUR=R

6.- La herramienta informática para su seguimiento

SERFIEX ha elaborado una Hoja de Cálculo de Microsoft EXCELTM que ha compartido y consensuado con la Entidad Gestora para su validación.



ANEXO 3

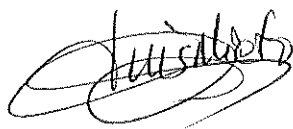
DEL MANDATO DE GESTIÓN DE FONDEMPLEO CAJA ESPAÑA F.P.

PLAN DE AJUSTE COYUNTURAL DE LA ESTRATEGIA DE INVERSIÓN

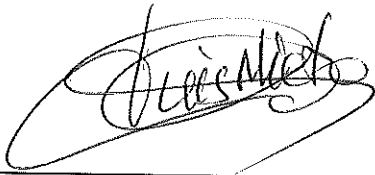
- 1.
- 2.
- 3.
- 4.
- 5.
- 6.

NOTA: El Plan de Ajuste (para este Anexo 3) recomendado por Serfiex, en su calidad de Asesor de la Comisión de Control, está pendiente de consensuar con la Entidad Gestora a la fecha de formalización de este Mandato de Gestión, comprometiéndose las partes firmantes a llegar a un acuerdo sobre el mismo en un corto plazo. Entretanto, la Comisión de Control lo asume como recomendable.

León, mayo de 2008

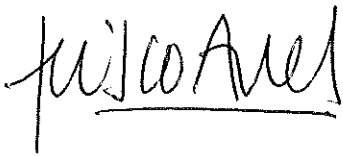


Aprobado por la Comisión de Control de Fondempleo Caja España FP y PP en el pleno del 13/12/2007, con la conformidad y reconocimiento de Caja España Vida de su capacidad de gestionar en los términos recogidos en el Mandato de Gestión:



D. Luis Nieto del Valle
(Presidente de la Comisión de Control)

Fecha: 13-Diciembre-2007



D. Francisco Anel Martín-Granizo
(Director General de Caja España Vida,
Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.)

Fecha: 13-Diciembre-2007

Modificación del benchmark

FONDEMPLEO CAJA ESPAÑA, F.P.

León, 13 de diciembre de 2011

Modificación del *benchmark* de Fondempleo Caja España F.P., para el ejercicio 2012

(apartados 1.3 y 2.1 de la Política de Inversión y Mandato de Gestión)

Benchmark 2012

TIPO DE ACTIVO	INDICE	Pesos 2011	Pesos 2012	Variación
Liquidez	EUR003M Index	17%	10%	-7,0%
Deuda Pública zona EURO 1-3	EUG1tr Index	30%	33,5%	+3.5%
Deuda Pública zona EURO 3-5	EUG2tr Index	30%	33,5%	+3.5%
Bolsa Europea	Sx5t Index	8%	8%	-
Bolsa Americana	Sptr Index	5%	5%	-
Bolsa NASDAQ	xndx index	3%	3%	-
Bolsa Japonesa	TPXDDVD INDEX	3%	3%	-
Bolsa Emergente	NDUEEGF Index	4%	4%	-
Total exposición contado		100%	100%	-

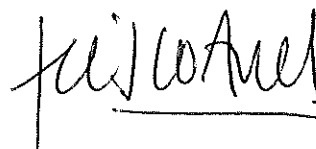
Exposición divisa USD	USDEUR Index	10%	10%	-
-----------------------	--------------	-----	------------	---

Aprobado por la Comisión de Control de Fondempleo Caja España FP y PP en el pleno del 13/12/2011, con efectos desde 01/01/2012, con el conocimiento de la representación de la entidad gestora Caja España Vida.



D. Luis Nieto del Valle

(Presidente de la Comisión de Control)



D. Francisco Anel Martín-Granizo

(Director General de Caja España Vida,
Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.)

Anexo a la Política de Inversiones de Fondempleo Caja España F.P.

Riesgos extrafinancieros

León, 23 de febrero de 2012

FONDEMPLEO CAJA ESPAÑA F.P. y P.P.

ANEXO A LA POLÍTICA DE INVERSIÓN Y MANDATO DE GESTIÓN

(23 de febrero de 2012)

RIESGOS EXTRAFINANCIEROS:

El 2 de agosto de 2011 se aprobó la Ley 27/2011, de 1 de agosto, sobre actualización, adecuación y modernización del sistema de Seguridad Social que, en su Disposición Final 11ª, modificaba el artículo 14 del Texto Refundido de la Ley de planes y Fondos de Pensiones, añadiendo un nuevo apartado 7 que tiene la siguiente redacción:

"La comisión de control del fondo de pensiones, con la participación de la entidad gestora, elaborará por escrito una declaración comprensiva de los principios de su política de inversión. A dicha declaración se le dará suficiente publicidad.

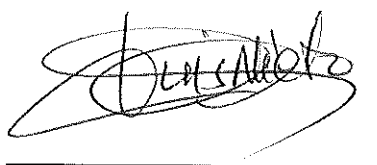
En esta declaración, en el caso de fondos de pensiones de empleo, se deberá mencionar si se tienen en consideración, en las decisiones de inversión, los riesgos extrafinancieros (éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno) que afectan a los diferentes activos que integran el fondo de pensiones.

De la misma manera, la comisión de control del fondo de pensiones de empleo, o en su caso la entidad gestora, deberá dejar constancia en el informe de gestión anual del fondo de pensiones de empleo de la política ejercida en relación con los criterios de inversión socialmente responsable anteriormente mencionados, así como del procedimiento seguido para su implantación, gestión y seguimiento"

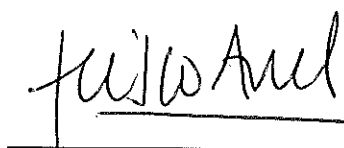
Se hace necesario, por tanto, la modificación de la Política de Inversión para hacer mención a la consideración, o no, de los riesgos extrafinancieros en las decisiones de inversión.

Por tal motivo, en la reunión de la Comisión de Control de 23 de febrero de 2012, se aprobó la inclusión, en el documento de Política de Inversiones y Mandato de Gestión, de una mención específica denominada **RIESGOS EXTRAFINANCIEROS**, mediante el siguiente párrafo:

Las decisiones de inversión de Fondempleo Caja España F.P. y P.P. no contemplan la valoración de los distintos riesgos extrafinancieros (éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno).



D. Luis Nieto del Valle
(Presidente de la Comisión de Control)



D. Francisco Anel Martín-Granizo
(Director General de Caja España Vida,
Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.)

Anexo de modificación a la Política de Inversiones de Fondempleo Caja España F.P.

Nueva redacción de:

2.4 Otros límites operativos y de riesgo

León, 5 de junio de 2012

**ANEXO DE MODIFICACIÓN A LA POLÍTICA DE
INVERSIONES Y MANDATO DE GESTIÓN
NUEVA REDACCIÓN DEL APARTADO 2.4
FONDEMPLEO CAJA ESPAÑA F.P.**

2.4 - OTROS LÍMITES OPERATIVOS Y DE RIESGO

La Entidad Gestora y la Entidad Depositaria del Fondo respetarán en todo momento lo establecido en el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (RD 304/2004 de 20 de febrero), en particular al contenido de Capítulo IV relativo al Régimen de inversión de los Fondos de Pensiones: principios generales (Art. 69) ; inversiones aptas (Art. 70); operaciones con derivados (Art. 71); criterios de diversificación, dispersión y congruencia (Art. 72); liquidez (Art. 73); condiciones generales de las operaciones (Art. 74) y criterios de valoración (Art. 75). O bien la normativa legal que pudiera ser sustitutiva de la anterior en cada momento.

Independientemente de los límites de diversificación y concentración legales establecidos por la legislación actual y del límite de TE EX-ANTE, se establecen una serie de límites operativos y de riesgo cuyo objetivo es evitar que las decisiones estratégicas y tácticas pongan en peligro los objetivos estratégicos de la Política de Inversiones.

Los límites operativos y de riesgo que se definen a continuación son coherentes con los objetivos estratégicos del Fondo.

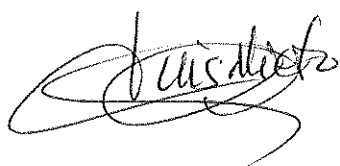
El establecimiento de límites operativos y de riesgo permite reconocer de forma casi inmediata cuándo se está poniendo en peligro los objetivos estratégicos para, en ese caso, poner en marcha los mecanismos de ajuste adecuados.

Para saber cuándo actuar, se compararán periódicamente los riesgos y exposiciones realmente incurridos con los límites establecidos.

1. La exposiciones máximas y mínimas del Fondo a las clases de activos RENTA FIJA EURO, o al conjunto de la RENTA VARIABLE, o a la DIVISA NO-EURO, se representan en el cuadro siguiente:

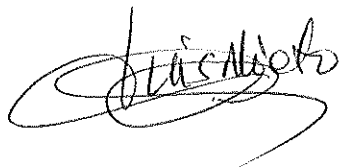
	MÍNIMO	CENTRAL	MÁXIMO
RENTA FIJA + LIQUIDEZ	55%	65%	80%
RENTA VARIABLE	20%	35%	45%
DIVISA (NO-EURO)	-10%	0%	+10%

Estos límites serán revisables en función de la exposición del benchmark a las clases de activos señaladas.



2. La exposición a valores bursátiles de PEQUEÑA Y MEDIANA capitalización se limita a un máximo del 10% de la cartera total del Fondo. Son valores de PEQUEÑA Y MEDIANA capitalización todos aquellos que no sean componentes de índices de blue-chips de las bolsas de los países de la OCDE (IBEX, CAC, DAX; etc...).
3. El Fondo puede invertir sólo en las siguientes divisas: USD, JPY, CAD, AUD, CHF, SEK, DKK, NOK, GBP.
4. La banda de Duración de Macaulay para la RENTA FIJA EURO es de -1 a 3 años.
5. La exposición máxima en bonos corporativos será del 30% de las inversiones totales del Fondo. A estos efectos no se incluyen como corporativos los bonos financieros.
6. Se limita la "duración de crédito" de la cartera de renta fija a un máximo de 2 años. La "duración de crédito" es el incremento o la reducción de precio de un bono (no Gobierno) debido a incrementos o reducciones del diferencial o "spread" frente a la curva EURIBOR.
7. El RATING mínimo por emisión será BBB- en el momento de la compra.
8. No existe punto 8.
9. En el caso de que la calificación crediticia de cualquier valor o emisor de la cartera del Fondo caiga por debajo del nivel "investment grade" (inferior a BBB- o equivalente), el gestor lo notificará en el transcurso de los tres días laborables posteriores al evento tanto a la Comisión de Control como al asesor designado por ésta, junto con una propuesta de actuación en cada caso.

A efectos de la identificación del nivel de RATING en este Mandato, cuando el valor o el emisor esté calificado por varias agencias de rating, se tomará la segunda calificación mejor de las tres habituales (S&P, Fitch, Moody's).
10. Las inversiones en emisiones de inferior RATING al riesgo soberano de España con vencimiento mayor a 5 años no podrá superar el 2% del total de las inversiones del Fondo.
11. Las inversiones en emisiones de inferior RATING al riesgo soberano de España no podrá superar el 10% del total de las inversiones del Fondo.
12. Diversificación y límites para Emisores Individuales:
 - a. Se limita la inversión en emisores gubernamentales de países OCDE (riesgo Soberano) según rating: Emisores AAA, sin límite; emisores AA+/AA- máximo un 20%; emisores A+/A- máximo un 15%; emisores BBB+/BBB- máximo 10%. A esta regla se establecen dos excepciones:
 - i. EXCEPCIÓN 1º. Si el peso del país del componente de RF del benchmark en la cartera del fondo es superior a los límites anteriores, el límite se revisará al alza hasta ese nivel. Por ejemplo, si el riesgo soberano de Italia pesase en el benchmark de RF un 20% y el benchmark de RF fuese un 70% del peso de la cartera, siendo el RATING de Italia BBB+, como $20\% \times 70\% = 14\%$ y es mayor que el límite inicial del 10%; entonces el límite máximo de inversión en riesgo soberano Italia sería del 14%.
 - ii. EXCEPCIÓN 2º. La exposición a riesgo soberano de España se limita a un máximo del 30%.



A efectos de este punto se considera riesgo SOBERANO las letras, bonos y obligaciones del tesoro o similares y cualquier emisión avalada por el Estado en cuestión. En particular, en los referente a España, se considera riesgo soberano las emisiones de FROB, FADE, ICO y similares y los llamados HISPABONOS, si se emitieran.

La inversión en REPOS sobre las emisiones señaladas estarán sujetas a las mismas limitaciones y serán aditivas a las anteriores."

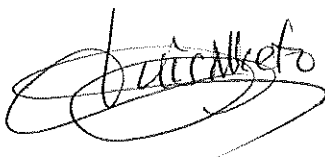
- b. La inversión en activos líquidos a corto plazo en entidades financieras (depósitos y cuentas corrientes) mantenidos como tesorería, se limita a entidades cuyo RATING sea INVESTMENT GRADE (BBB- o de mejor calidad) y a un máximo del 3% del valor de fondo por emisor individual (o grupo, si los emisores pertenecen a un grupo consolidado). Se establece como excepción a esta regla la posibilidad de invertir en cuenta corriente de Caja España (o el nombre que tome el depositario del fondo en el futuro) si su RATING fuese inferior a BBB-"
- c. Cualquier otro emisor individual, o un fondo de inversión, estará limitado a un máximo del 3% del total de las inversiones.

No computan conjuntamente los límites de los puntos b) y c), es decir: el Fondo puede tener (por ejemplo) hasta un 3% en depósitos con BBVA y además hasta un 3% en bonos BBVA a 10 años.

- d. Se podrá superar el límite del 3% máximo por inversor individual, cuando el TRACKING ERROR EX-ANTE de la inversión respecto a la clase de activo que representa sea CERO o cercano a cero. Por ejemplo, sería posible invertir más del 3% en el ETF "iShares MSCI Emerging Markets Index USD" como el vehículo de inversión para replicar la clase de activo bolsa emergente representada por índice MSCI Emerging Markets Free (cubriendo siempre el riesgo divisa).
- e. Si se valora la conveniencia de vulnerar estos límites por emisor, en función de circunstancias prácticas o de ahorro de costes, la Entidad Gestora lo comunicará a la Comisión de Control (o a quien ésta delegue) para la oportuna autorización.

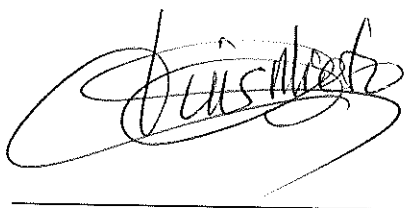
13. Diversificación y límites por Sectores:

- a. Los límites respecto al riesgo soberano se establecen en el punto 12.a. anterior.
- b. La inversión en emisores del sector financiero se limita al 25% del total de las inversiones del Fondo. De este porcentaje están excluidas las cuentas de tesorería y asociadas (por ejemplo, fondos de tesorería).
- c. Para el resto de los sectores (a excepción de Deuda Pública UE y sector Financiero) la inversión en emisores de un sector en particular se limita al 15% del total de las inversiones (según la clasificación de Bloomberg).
- d. La inversión en emisores de deuda local –tipo comunidades autónomas en España o ayuntamientos- se limita al 10% del total de las inversiones del Fondo.



14. La exposición al riesgo España –por todos los conceptos- se limita al 60% del valor de la cartera del fondo. Este porcentaje incluye tesorería y fondos de inversión de terceros que mayoritariamente inviertan en España.

Esta decisión quedó aprobada en la reunión de la Comisión de Control de fecha 5-junio-2012, a propuesta de Serfiex, en calidad de Asesor Financiero de la misma, quedando su redacción ratificada en la reunión de 31-julio-2012, quedando la entidad gestora Caja España Vida bien informada del cambio.



D. Luis Nieto del Valle
(Presidente de la Comisión de Control)



D. Francisco Anel Martín-Granizo
(Director General de Caja España Vida,
Compañía de Seguros y Reaseguros S.A.)