

Vontobel

Asset Management  
Quality Growth Boutique

# Nuestro enfoque para el estudio de acciones

Enero de 2020



Este documento promocional ha sido producido para los clientes en los países siguientes  
LU CH DE LI AT AD/PT IT FR ES FI GB NL NO SG SE (inversores profesionales).



**4** Ponemos a trabajar la estrategia de estudio e inversión de Vontobel



**10** La paciencia y el poder de las ganancias compuestas



**11** Resistiendo el paso del tiempo

**3**  
**Paciencia y Fortaleza**

**5**  
**Ventaja competitiva**

**6**  
**Gestión sólida**

**8**  
**Crecimiento sostenible**

**9**  
**Valoración sensible**



**David Souccar**  
**Executive Director**  
**Portfolio Manager**  
23 años en el sector  
12 años en Vontobel

**Colaboradores:**

Ramiz Chelat, Portfolio Manager  
Jin Zhang, Portfolio Manager  
Donny Kranson, Portfolio Manager  
Peter Choi, Senior Research Analyst  
Ian Chun, Research Analyst

# Paciencia y Fortaleza



Dos majestuosos leones de mármol custodian la entrada de la Biblioteca Pública de Nueva York, en Manhattan, desde hace más de un siglo. Durante los primeros años recibieron numerosos moteos, hasta que el alcalde de Nueva York Fiorello LaGuardia los bautizó en los años treinta con dos nombres muy acertados: Patience (Paciencia) y Fortitude (Fortaleza), simbolizando las dos cualidades que a su juicio debían tener los neoyorquinos para sobrevivir a la Gran Depresión. Desde entonces, la ciudad se ha visto sacudida por numerosas crisis, pero los dos leones se mantienen como un sólido símbolo de la resistencia ante la incertidumbre y la adversidad.

A pocas manzanas de la Biblioteca Pública de Nueva York, en la Quality Growth Boutique de Vontobel, la paciencia y la fortaleza guían las decisiones de inversión que tomamos a diario en nombre de nuestros clientes. No sabemos cuándo se producirá la próxima recesión económica, cómo de grave será ni cuánto tiempo durará, y por eso creemos que una buena inversión en renta variable requiere una perspectiva a largo plazo, confianza en nuestras convicciones y una disciplina firme para capear cualquier temporal.

# Ponemos a trabajar la estrategia de estudio e inversión de Vontobel

**«Creemos que nuestro enfoque de inversión está en consonancia con los objetivos finales de nuestros clientes, ya que puede ayudarles a producir crecimiento con menores niveles de volatilidad y a preservar el capital en mercados difíciles».**

## **Cómo separar las buenas empresas de las mediocres**

Como gestores activos, una de las principales características que buscamos en una compañía es un crecimiento constante de los beneficios. Y es que la creación de riqueza se sustenta en un aumento de las ganancias. Naturalmente, dicho crecimiento se rige por los datos fundamentales de la empresa: puntos fuertes como la capacidad para fijar precios, un balance contable robusto y un alto rendimiento del capital invertido (ROIC).

Por otra parte, el valor en bolsa también se deriva de las ganancias. En ocasiones, las acciones son una imagen fiel del potencial de ganancias de una empresa y de los datos fundamentales subyacentes, aunque muchas veces, no. En palabras del legendario inversor Benjamin Graham, «el mercado es una máquina de votar en la que innumerables personas registran elecciones que son producto, en parte, de la razón y, en parte, de la emoción». Un inversor centrado en los datos fundamentales espera pacientemente hasta que la razón prevalece.

En nuestro caso, compramos determinadas acciones porque, después de un riguroso análisis, consideramos que se trata de una empresa de alta calidad con potencial de crecimiento sostenible a largo plazo. Buscamos cuatro características esenciales en una empresa:

1. Ventaja competitiva
2. Gestión sólida
3. Crecimiento sostenible
4. Valoración sensible

Cuando encontramos estas empresas, no nos separamos de ellas para desplegar todo el poder de las ganancias compuestas.

Integramos los criterios ESG en nuestra búsqueda de estos atributos clave. Los factores ESG son importantes para maximizar el valor a largo plazo, ya que aportan visibilidad al buen gobierno y a las operaciones de las empresas en las que invertimos. Uno de nuestros principales objetivos es invertir en empresas donde los riesgos ESG se comprenden y se mitigan.

## **1. Ventaja competitiva**

### **Construir un foso competitivo**

Las ventajas competitivas hacen posible que una compañía ofrezca un producto o servicio superior al que ofrecen empresas de la competencia, o bien que fabrique un producto similar a un precio más bajo. De

este modo, las ventajas competitivas permiten que una empresa ofrezca un buen valor al cliente y esto, a su vez, le reporta ingresos, por lo que representa un beneficio tanto para los accionistas como para los clientes.

La ventaja competitiva de una empresa determina de manera crítica sus resultados a largo plazo, pero suele ser el factor más difícil de evaluar. Para descubrir con qué foso competitivo cuenta una empresa, nuestros analistas plantean preguntas como: ¿qué fuerza tiene la marca? ¿La capacidad para la fijación de precios que tiene la compañía es sostenible?

Vamos a pensar en la marca de ropa deportiva **Nike**, que goza de un gran prestigio en todo el mundo. Nike posee credibilidad en muchos deportes y los clientes sienten un apego emocional por su conocido logotipo que muchas otras marcas no pueden ni soñar con conseguir. Gracias a su importante nivel de ingresos y rentabilidad, invierte en marketing y

**«Naturalmente, algunas ventajas competitivas perduran, mientras que otras tienen vidas más cortas. Nosotros comprobamos constantemente que la fuerza competitiva subyacente de una empresa continúe intacta».**

patrocinios bastante más dinero que su competencia, algo fundamental para garantizar que la marca siga teniendo repercusión entre los consumidores de todo el mundo. Por ejemplo, incluso con la guerra comercial, que ha tenido consecuencias negativas para muchas empresas estadounidenses que operan en China, Nike ha registrado un crecimiento superior al 20 % (en los primeros 10 meses de 2019). Además, su prestigio como marca le permite seguir creando y vendiendo productos cada vez más innovadores y a un precio más elevado, capaces de impulsar sus ganancias brutas, sin dejar de centrarse en la eficiencia de la fabricación para mejorar los márgenes de sus ingresos netos.

Más allá del prestigio de la marca, existen otros factores que pueden contribuir a que ampliar el foso competitivo. Las economías de escala representan una ventaja económica, ya que las empresas más grandes distribuyen los costes fijos entre un número mayor de unidades y se benefician de un mayor poder adquisitivo. Otro factor consiste en lograr un efecto de red construyendo plataformas útiles en las que los compradores y vendedores, o los comerciantes y los usuarios, formen una masa crítica realizando transacciones entre ellos. No hay más que pensar en las bolsas de derivados como CME Group, las plataformas de comercio electrónico como Alibaba o las redes de pago de Visa y Mastercard.

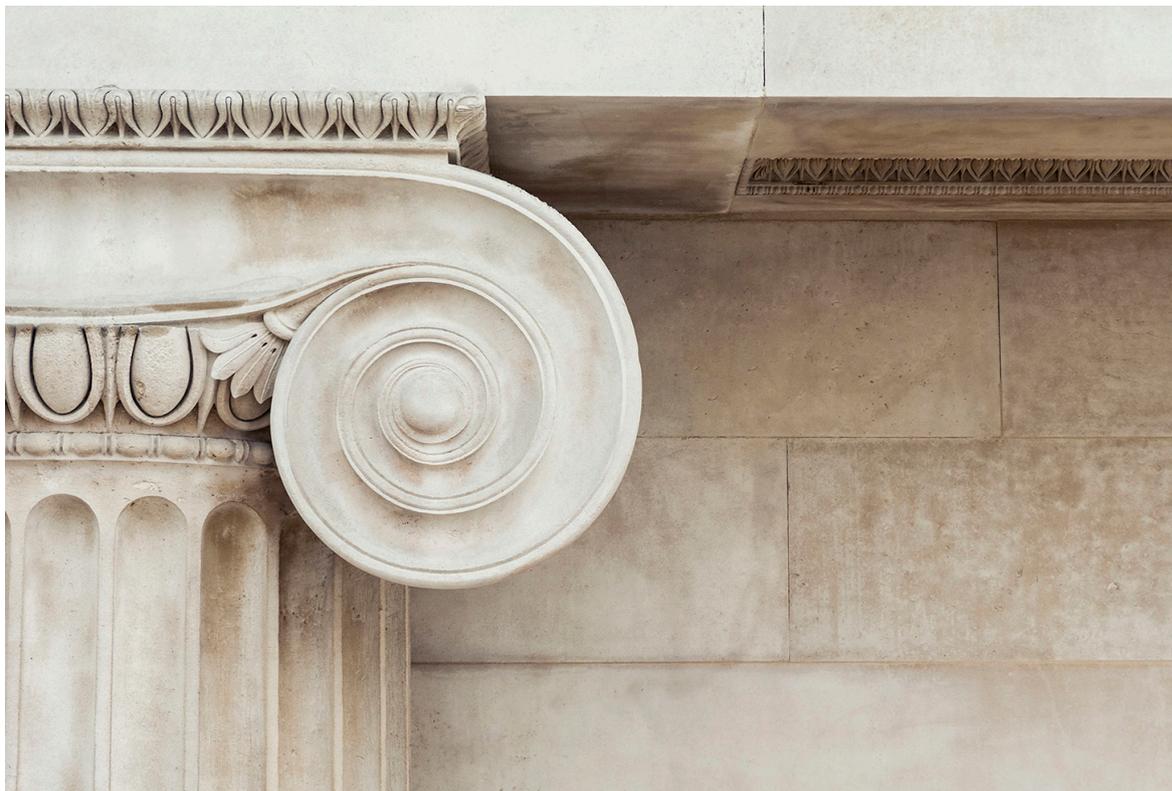
**Visa y Mastercard** operan en un sector en el que observamos un sólido crecimiento secular a largo plazo, y es que todavía se efectúa una considerable cantidad de transacciones en efectivo que pueden sustituirse por pagos digitales, especialmente, en los mercados emergentes, donde la mayoría de las

operaciones se realizan en metálico. Otros impulsores positivos son el aumento de la aceptación entre los consumidores y los comerciantes, y la mayor penetración del comercio electrónico. Además, existe una enorme oportunidad sin explotar en el segmento de los pagos entre empresas (B2B), donde las tarjetas aún brillan por su ausencia.

Sin embargo, no todas las empresas de pagos se beneficiarán de este crecimiento del sector. Visa y Mastercard, las dos redes de pagos globales predominantes, desempeñan un papel excepcionalmente indispensable en el ecosistema de pagos que al resto de los grupos de pagos le resulta prácticamente imposible igualar. Por ejemplo, Visa puede utilizarse en más de 50 millones de tiendas y comercios de todo el mundo, y tiene relación con unos 16 000 clientes de entidades financieras de todo el mundo. La escala ofrece una probada capacidad de fijación de precios habida cuenta de su base de clientes tan diversificada, formada por comercios y entidades. El resultado es que ambas empresas han disfrutado de márgenes operativos superiores al 50 % y de un ROE por encima del 20 % en los últimos cinco años. Gracias a su posicionamiento, también han aprovechado la ventaja que supone el creciente espacio del comercio electrónico, ya que empresas como PayPal y Apple Pay utilizan sus redes para prestar sus servicios.

En última instancia, creemos que estas empresas de calidad pueden traducir sus ventajas competitivas en una mayor rentabilidad, en comparación con la empresa promedio.

## 2. Gestión sólida



### El valor de los visionarios

Ningún inversor querría invertir conscientemente en una empresa mal gestionada: invertir debe ir de la mano de una gestión competente. Pero no es tan sencillo distinguir entre una buena gestión y una mala. Cuando buscamos empresas con una excelente gestión nos fijamos en cómo toman las decisiones para asignar el capital, en cómo vinculan la retribución con el valor para los accionistas y en si articulan bien su estrategia y la respaldan con una trayectoria que demuestre un rendimiento y unos índices de crecimiento elevados, financiados con un balance contable conservador.

Un consejero delegado visionario puede reajustar con éxito la dirección estratégica de una empresa y transformar un negocio. Cuando Satya Nadella pasó a desempeñar el cargo de consejero delegado de **Microsoft** en 2014, heredó una organización muy orientada a ampliar el alcance del sistema operativo Windows. Al centrarse tanto en su histórica joya de la corona, Microsoft había pasado a ser menos relevante para los consumidores y había perdido el tren de dos grandes cambios tecnológicos: internet y los teléfonos inteligentes. Sin embargo, Nadella

reconoció la importancia de la nube y los dispositivos móviles y cómo esto cambiaría el enfoque empresarial hacia la tecnología de la información. En su primera circular a la empresa en calidad de consejero delegado, Nadella recalcó que el valor esencial de Microsoft era facilitar que los usuarios y las organizaciones «hicieran más», independientemente de la plataforma de TI que utilizarasen. Esta reflexión quedaba muy lejos de aquellos primeros tiempos en los que el objetivo de la empresa era colocar un PC en todos los escritorios.

Un consejero delegado fuerte también es capaz de actuar con firmeza, tomar decisiones difíciles y saber dónde hay que invertir para dirigir a la compañía hacia sus objetivos. En su caso, Nadella abandonó rápidamente la idea del desafortunado teléfono Windows y lanzó aplicaciones de Microsoft para iOS y Android. Esto supuso el inicio de una cultura más colaborativa en Microsoft, ya que se asoció con otras empresas de software e incluso adoptó software de código abierto. Finalmente, Nadella supervisó el avance de Microsoft hacia los servicios en la nube, con los que pretende convertirse en una plataforma para empresas y personas de todo el mundo. Estos esfuerzos han contribuido al crecimiento de Microsoft

## La declaración de objetivos ESG de la Quality Growth Boutique de Vontobel

En una sociedad interconectada, el papel de los gestores de activos representa un enlace fundamental entre ahorradores, empresas y empleados. Nos tomamos esta responsabilidad muy en serio.

El objetivo ESG de la Quality Growth Boutique de Vontobel se basa en el interés propio (y acertado) de obtener una mayor rentabilidad en relación con el riesgo para nuestros clientes. Esto se logra intentando invertir en empresas capaces de sostener el crecimiento durante muchos años mediante la gestión de una franquicia fuerte, a la vez que nos beneficiamos de la estabilidad generada por un sano equilibrio de los incentivos a las partes interesadas.

Creemos firmemente que los incentivos a los accionistas aumentan con una buena gestión ESG y que compartir las ganancias de la empresa con las partes interesadas resulta productivo y no es un juego de suma cero. Estamos convencidos de que los factores ESG son importantes para maximizar el valor a largo plazo, ya que aportan visibilidad al buen gobierno y a las operaciones de las empresas en las que invertimos. Uno de nuestros principales objetivos es invertir en empresas donde los riesgos ESG se comprenden y se mitigan.

Dado que somos gestores dinámicos de activos, es nuestra responsabilidad invertir con convicción y con el respaldo de sólidos estudios fundamentales que tengan en cuenta los aspectos ESG.

Estamos seguros de que la inversión ESG aporta beneficios a los inversores, a los empleados y a la sociedad interconectada en su conjunto.

y han ampliado los mercados de TI a los que puede dirigirse, al centrarse en las necesidades de los clientes y en las nuevas tendencias del sector.

Los buenos consejeros delegados también suelen comprender rápidamente qué quieren los clientes y cómo dárselo. Jeff Bezos, fundador, consejero delegado y presidente de **Amazon**, ha obtenido unos impresionantes ingresos de forma sistemática «deleitando al cliente» y adoptando un enfoque a largo plazo. En el negocio del comercio electrónico de Amazon, esto supone una mayor selección y un envío más rápido. Esto último se consigue invirtiendo más que la competencia en centros logísticos y en entregas de «última milla». Y, cuando se trata del negocio en la nube, significa mayor inversión en infraestructura de servidores y servicios de software, así como en eficiencias que se traducen en precios más bajos para los clientes.

La orientación al cliente también ha derivado en un enfoque más equilibrado para la expansión del margen. Bezos ha dado prioridad a la inversión en el cliente por encima de la rentabilidad a corto plazo, lo que ha contribuido a la fidelización de los clientes y ha incrementado el gasto por cliente en todas las

categorías. Esto también beneficia a los accionistas puesto que el negocio de Amazon es más predecible a largo plazo, pero todavía tiene un margen de crecimiento significativo en todos sus negocios clave.

**«Para valorar la gestión de una empresa es preciso contar con un criterio adecuado y con un profundo conocimiento del negocio».**

## 3. Crecimiento sostenible

### Estimular la rentabilidad a largo plazo

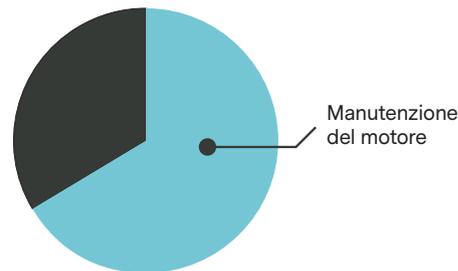
El rendimiento del capital invertido (ROIC) es el parámetro que mejor refleja la rentabilidad de una empresa. Mide el volumen de flujo de efectivo que genera una empresa con relación al capital que ha invertido. Una ROIC (rentabilidad sobre el capital invertido) elevada indica normalmente que una empresa posee ventajas competitivas, lo que en inglés denominan “moat” (foso de protección). Asimismo, creemos que muchas de nuestras inversiones ofrecen además la posibilidad de realizar una inversión adicional de capital a tasas de retorno atractivas, contribuyendo de ese modo al aumento de los beneficios. Y es el crecimiento de beneficios precisamente el factor que influye en el comportamiento de una acción a largo plazo.

Un buen ejemplo de ello es **Safran**, una empresa líder en la fabricación de motores de fuselaje estrecho, que ha alcanzado un ROIC promedio del 18 % en los últimos cinco años. El mantenimiento de motores es el principal generador de ingresos de Safran, y sus flujos de ingresos recurrentes le otorgan una amplia visibilidad sobre el crecimiento. Por razones reglamentarias y de seguridad, los motores deben ser sometidos a tareas de mantenimiento cada cinco o siete años (lo que supone unas cinco visitas a lo largo de la vida útil del motor). Safran posee una flota relativamente joven: el 60 % de sus motores, fabricados en una empresa conjunta con GE, no ha pasado todavía por la primera visita de mantenimiento, mientras que otro 30 % solo lo ha hecho una vez. Los ingresos procedentes del mantenimiento han crecido históricamente un 8 % anual durante los últimos 12 años y esperamos que esta tendencia continúe.

**«A largo plazo, una empresa de alta calidad puede generar más valor para los accionistas si reinvierte en la empresa en lugar de distribuir el dinero entre los accionistas, incluso si está operando con una valoración razonable».**

**Figura 1: Safran: el mantenimiento contribuye a impulsar la rentabilidad**

#### Ganancias



#### Crecimiento histórico de los ingresos procedentes del mantenimiento: índice anual del 8 % en los últimos 12 años

Fuente: Estimaciones de Vontobel, informes de la empresa, 2019

La demanda de nuevos motores también es fuerte y representa una fuente de crecimiento. Los pedidos de aviones de fuselaje estrecho pueden llegar a acumular retrasos de entre ocho y nueve años, respaldados por un crecimiento del tráfico entre el 5 % y el 6 % y el crecimiento estructural en el espacio de las líneas aéreas de bajo coste. Si tenemos en cuenta todos los factores, esperamos que el mantenimiento impulse el crecimiento general del mercado posventa a un ritmo elevado y de un solo dígito hasta 2029, una visibilidad que es difícil de encontrar en prácticamente todas las empresas.

Los flujos de ingresos recurrentes que se deben a los requisitos reglamentarios son uno de los motores del crecimiento. Otros factores pueden presentar trasfondos igualmente significativos, como la penetración de una nueva tecnología, la expansión de la cuota de mercado o el ascenso de una clase media. Seguimos encontrando magníficas oportunidades de crecimiento a largo plazo en empresas que se benefician del crecimiento de la demanda secular entre las clases medias de mercados emergentes (ME) con mucha población.

A medida que los consumidores ganan más, pueden comprar más y mejores productos de consumo básico. **Unilever**, cuyas marcas utilizan 2500 millones de personas todos los días, obtiene el 60 % de sus ventas en los ME, y genera al menos 500 millones de euros en 16 países emergentes. Prevemos que el crecimiento de Unilever, impulsado por los ME, seguirá expandiéndose a tan buen ritmo en los próximos años.

## 4. Valoración sensible

«Invertir a un precio razonable es tan importante como encontrar las empresas adecuadas».

### Fijar un precio razonable

Sabemos que las grandes empresas no son baratas y estamos dispuestos a pagar un precio justo y «sensible» o «razonable» por ellas, por lo que analizar qué resulta más sensato es de vital importancia. Creemos que un precio razonable produce un rendimiento de nuestra inversión por encima del rendimiento del mercado a lo largo del ciclo. No tenemos un objetivo específico: depende de la calidad de las empresas, su mercado y su liquidez, entre otros. En el caso de las empresas con las que tenemos un alto nivel de confianza, nos planteamos una visión a más largo plazo. Con compañías más maduras o cíclicas, formulamos hipótesis conservadoras.

Nuestra máxima es: «hay que pensar como un propietario». En otras palabras, vemos la inversión como si poseyéramos el 100 % de la empresa. Cuando invertimos en una compañía, buscamos crear riqueza a partir de la acumulación de ganancias e ingresos procedentes de dividendos y de recompras de acciones. De hecho, al valorar una empresa, en realidad asumimos que los múltiplos irán disminuyendo gradualmente a medida que el negocio madure. Con un múltiplo justo, esperamos que el crecimiento de las ganancias compense con creces la disminución de múltiplos para poder obtener un retorno justo de la inversión.

Por ejemplo, las ganancias de **HDFC Bank**, el banco privado más grande de la India, han aumentado aproximadamente un 28 % anual en los últimos 20

años, a pesar de que la economía india ha pasado por rachas buenas y malas. Durante la crisis financiera global, las ganancias de HDFC Bank aumentaron un 20 % interanual. La ventaja competitiva de HDFC Bank radica en ser más eficiente que los grandes bancos estatales. Presta dinero a los tipos del mercado, pero sus costes de financiación y ratios de gasto están muy por debajo de los de sus competidores. Por eso, el banco genera una alta rentabilidad de los recursos propios (ROE) y vuelve a reinvertir la mayoría de los ingresos en la cuota de mercado en expansión. En los últimos 20 años, la cuota de mercado del HDFC Bank ha crecido de menos del 1 % al 8 % y continúa aumentando.

Si pudiésemos volver a 1997, ¿cómo deberíamos haber determinado el valor razonable de HDFC Bank para que nos aportase suficiente margen de seguridad? Una vez establecido nuestro criterio de que se trata de una empresa de alta calidad, podemos plantear la pregunta al revés: ¿cuál es el máximo múltiplo que debemos pagar por los valores para obtener una tasa crítica de rentabilidad de la inversión mínima de, digamos, un 13 % anual? Con los datos reales, las ganancias por acción ascienden al 28 % anual. Habría sido necesaria una compresión de la relación precio/beneficios de más del 90 % para reducir la rentabilidad por debajo de nuestra tasa crítica. En realidad, como HDFC era una empresa tan resistente, el múltiplo se expandió. La capitalización de las ganancias durante un largo periodo de tiempo es una fuerza tan poderosa que mitiga parcialmente el riesgo de valoración inicial.

# La paciencia y el poder de las ganancias compuestas

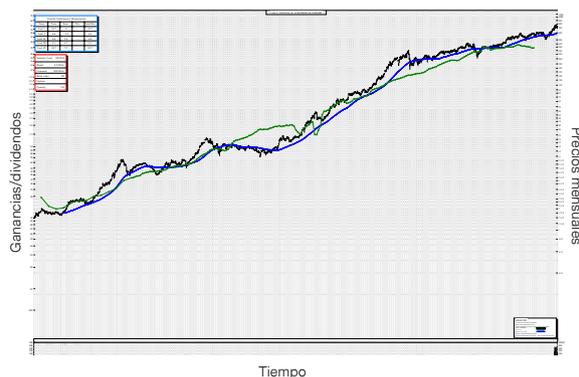


Uno de los principios de inversión básicos de Warren Buffet es: «si el negocio va bien, la cotización acabará yendo bien». No podemos estar más de acuerdo. Implica un alto grado de paciencia y convicción (o fortaleza) centrarse en el potencial a largo plazo y no hacerlo en los baches a corto plazo del camino. Los inversores con un horizonte a más largo plazo que se centran en las cuatro características fundamentales de inversión descritas en este documento se asemejan más a los empresarios que a los especuladores del mercado de valores. Compramos un valor concreto porque vemos una muy buena empresa con un potencial de rentabilidad a largo plazo.

El poder de las ganancias compuestas es particularmente significativo. Las empresas de calidad pueden capitalizar ganancias más rápidamente que las masificadas. Observemos el rendimiento de las acciones estadounidenses de la industria del acero frente al sector de los productos de uso doméstico desde la década de 1980. A pesar de que la demanda de ambas industrias creció a un ritmo similar durante este periodo, el rendimiento de las acciones no podría haber sido más diferente. ¿Por qué? Los precios están estrechamente correlacionados con las ganancias por acción (GPA) y el crecimiento de los dividendos. Mientras que el rendimiento total de las empresas de productos de uso doméstico aumentó un 10,7 % anual durante los últimos 35 años, las empresas siderúrgicas solo crecieron un 4,3 % anual.

**Figura 2: Evolución de las ganancias y de la rentabilidad de una cesta de valores de renta variable estadounidense en las industrias siderúrgica y de productos domésticos; 35 años hasta octubre de 2019**

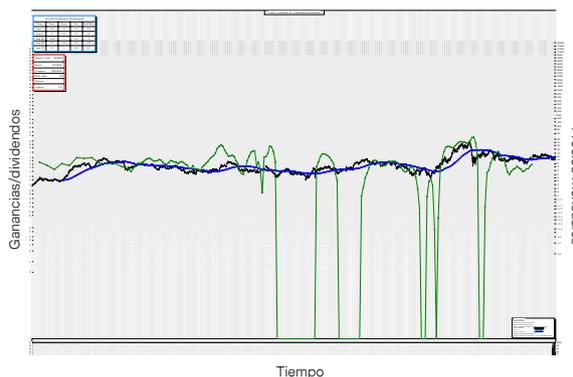
## Sector de productos de uso doméstico



### LEGEND

Left Scale Earnings/Dividends  
Right Scale Monthly Prices  
Vertical Shadings indicate Recession/Depression  
Value HSHLD  
Earnings  
Moving Average

## Industria siderúrgica



### LEGEND

Left Scale Earnings/Dividends  
Right Scale Monthly Prices  
Vertical Shadings indicate Recession/Depression  
Value STEEL  
Earnings  
Moving Average

Fuente: Securities Research Company. Universo compuesto por las empresas estadounidenses de las respectivas industrias, según Securities Research Company, que han cotizado en bolsa durante los últimos 35 años.

# Resistiendo el paso del tiempo



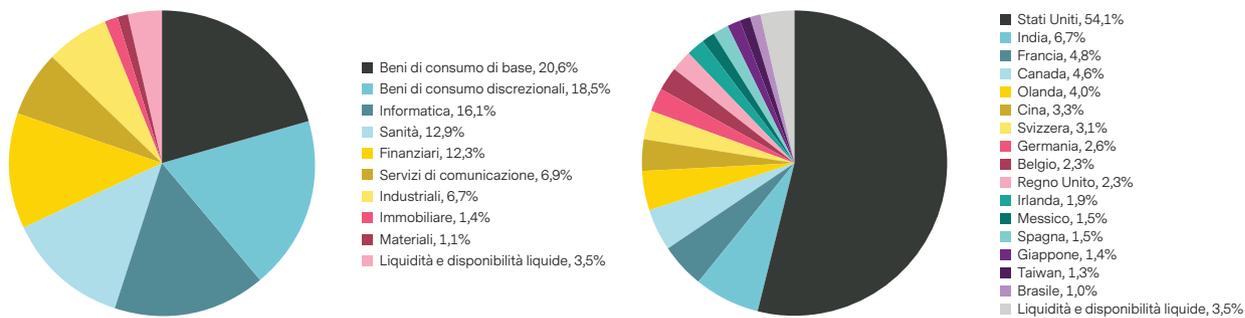
Nuestro principal activo es la confianza que nuestros clientes depositan en nosotros para que gestionemos su dinero en su nombre. Se trata de una gran responsabilidad y somos conscientes de que estar a la altura de sus expectativas puede fomentar esta confianza. En este número, describimos nuestro proceso de inversión de calidad. No obstante, los valores que encarna nuestra organización y el profundo capital intelectual de nuestro equipo es lo que nos permite llevar a cabo este proceso con consistencia. Solo si comprendemos muy bien nuestra misión (superar el rendimiento del mercado a lo largo del ciclo con menos volatilidad), podremos invertir de forma consistente y con disciplina. De lo contrario, vacilaremos cuando el mercado vaya en nuestra contra.

La cultura de una organización demuestra los valores que unen a su gente. En Vontobel creemos en un planteamiento de equipo. Una cartera concentrada requiere un profundo conocimiento que, en nuestra

opinión, solo se consigue con un planteamiento de equipo. Una cultura de trabajo en equipo es orgánica. Tarda muchos años en cristalizar. Nuestro equipo de inversión sénior lleva colaborando más de una década, de media, y ahora hemos empezado a invertir en la nueva generación de analistas. El proceso solo funciona si el equipo trabaja unido. La información es la materia prima de nuestro proceso de inversión y tiene que fluir de manera impecable dentro de la organización. Ese es nuestro activo intangible más importante. Como Paciencia y Fortaleza, los dos leones que custodian la Biblioteca Pública de Nueva York, esperamos que nuestra organización también resista el paso del tiempo.

Con el Vontobel Fund – Global Equity mantenemos nuestro compromiso de garantizar una cartera sólida y diversa, que cubra muchos sectores y países, y que pueda preservar y aumentar el capital para nuestros inversores tanto en periodos de expansión como de recesión económica.

**Figura 3: El Vontobel Fund – Global Equity diversificado por países y sectores**



Las asignaciones por sector y país datan del 30 de septiembre de 2019 y se basan en el Vontobel Fund – Global Equity.

### Oportunidades

- Estilo de inversión «Quality Growth» orientado a la preservación del capital.
- Invierte principalmente en valores de empresas que tienen un crecimiento de beneficios a largo plazo relativamente alto y una rentabilidad por encima de la media.
- Amplia diversificación en numerosos títulos.
- Posibles rentabilidades extra mediante el análisis de títulos individuales y la gestión activa.
- Posibles ganancias sobre el capital invertido.
- El uso de derivados con fines de cobertura puede incrementar el rendimiento del subfondo y mejorar las rentabilidades.
- Los precios de las inversiones podrían aumentar basados en acontecimientos del mercado, sectores y empresas.
- El universo de inversión está diversificado en los mercados de renta variable globales.

### Riesgos

- El estilo de inversión puede traducirse en posiciones concentradas fundamentalmente en empresas o sectores concretos.
- Participación limitada en el potencial de valores únicos.
- No es posible garantizar el éxito del análisis de valor único y la gestión de activos.
- No puede garantizarse que el inversor recupere el capital invertido.
- Los derivados implican riesgos relacionados con la liquidez, el apalancamiento y las fluctuaciones de crédito, la falta de liquidez y la volatilidad.
- Pueden producirse fluctuaciones del precio de las inversiones debidas a cambios en el mercado, la industria y los emisores.
- El universo de inversión puede incluir inversiones en países donde los mercados bursátiles locales no sean calificados como mercados bursátiles reconocidos.

### Disclaimer

Este documento promocional ha sido producido para los clientes en los países siguientes LU CH DE LI AT AD/PT IT FR ES FI GB NL NO SG SE. El presente documento se ofrece exclusivamente a título informativo y no constituye ninguna invitación, oferta o recomendación para comprar o vender participaciones del fondo/ acciones del fondo ni ningún otro instrumento financiero, ni para realizar transacciones o actos jurídicos de ningún tipo. Se deberían adquirir participaciones del fondo únicamente sobre la base del folleto de venta actual del fondo (el «folleto de venta»), el documento informativo clave para el inversor («KIID»), su escritura de constitución y el informe anual y semestral más reciente del fondo, y después de haber consultado a un asesor financiero, jurídico, contable y fiscal independiente. Antes de cerrar un acuerdo sobre una inversión mencionada en este documento, se le recomienda consultar con su asesor financiero y/o en inversiones para verificar si la inversión es apropiada para usted. En particular, advertimos de los siguientes riesgos: El universo de inversión puede incluir inversiones en países donde los mercados bursátiles locales no sean calificados como mercados bursátiles reconocidos. Las rentabilidades pasadas no son garantía de rentabilidades futuras. Los datos de rendimiento no tienen en cuenta las comisiones ni costes que se cobran cuando se emiten o se reembolsan las participaciones del fondo, si procede. La rentabilidad del fondo puede fluctuar debido a variaciones de los tipos de cambio. El valor del capital invertido en el fondo puede aumentar o disminuir y no hay garantía de que la totalidad del capital invertido pueda ser recuperado. Estos documentos descritos arriba se pueden obtener gratuitamente de los agentes autorizados para la venta, en la sede del Fondo, sita en 11-13 Boulevard de la Foire, L-1528 Luxemburgo, en Vontobel Fonds Services AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zúrich, en su carácter de representante en Suiza, en Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zúrich, en su carácter de agente de pagos en Suiza, en B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA, Untermainanlage 1, D-60311 Fráncfort/Meno en su carácter de agente de pagos en Alemania, Liechtensteinische Landesbank AG, Städtle 44, FL-9490 Vaduz, en su carácter de agente de pagos en Liechtenstein, en Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A-1010 Viena, en su carácter de agente de pagos en Austria. Para más información sobre los fondos consulte el folleto actual, los informes anuales y semestrales, así como los documentos informativos clave para el inversor («KIID»). Puede descargar los documentos también de nuestra página web [vontobel.com/am](http://vontobel.com/am). Tenga en cuenta que ciertos subfondos están disponibles exclusivamente para inversores cualificados en Andorra o Portugal. Italia: Para más información sobre el fondo se refiere al Modulo di Sottoscrizione. Para más información: Vontobel Asset Management S.A., Milan Branch, Piazza degli Affari 3, 20123 Milano, telefono: 0263673444, e-mail [clientrelation@vontobel.it](mailto:clientrelation@vontobel.it). El KIID está disponible en francés. El fondo está autorizado para la comercialización en Francia desde el . Para más información sobre el fondo se refiere al Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICI). Los fondos autorizados para su comercialización en España están inscritos en el Registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV española con el número 280. Los subfondos están inscritos para su comercialización en España en el Registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras de la CNMV española con el número 280. The KIID está disponible en español de Vontobel Asset Management S.A., Spain Branch, Paseo de la Castellana, 95, Planta 18, E- 28046 Madrid o electrónicamente de [atencionalcliente@vontobel.es](mailto:atencionalcliente@vontobel.es). El KIID está disponible en finlandés. Los fondos autorizados para su comercialización en el Reino Unido están inscritos en el registro de la FCA bajo el número de referencia 466625. Vontobel Asset Management S.A., sucursal Londres, con domicilio social en 3rd Floor, 22 Sackville Street, London W1S 3DN, ha aprobado esta información. Vontobel Asset Management S.A., sucursal Londres, está admitida por la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) y, en parte, está regulada por la Financial Conduct Authority (FCA). Puede solicitarse información sobre el alcance de la regulación de la FCA en las oficinas de Vontobel Asset Management S.A., sucursal Londres. Para más información sobre el fondo consulte el folleto actual, los informes anuales y semestrales, así como el documento informativo clave para el inversor («KIID»), que puede obtener en inglés de Vontobel Asset Management SA, sucursal de Londres, Third Floor, 22 Sackville Street, Londres W1S 3DN o descargarse de nuestra página web [vontobel.com/am](http://vontobel.com/am). El fondo y los correspondientes subfondos están inscritos en el Registro del organismo supervisor holandés AFM, según lo dispuesto en el Artículo 1:107 de la Ley de Supervisión Financiera de los Países Bajos («Wet op het financiële toezicht»). El KIID está disponible en noruego. El Fondo y sus compartimentos no están disponibles para inversores privados domiciliados en Singapur. La autoridad monetaria Monetary Authority of Singapore, Singapur, reconoce actualmente determinados compartimentos del Fondo como «restricted scheme». Estos compartimentos solo pueden ofrecerse a determinadas personas definidas previamente y en determinadas condiciones a tenor de lo previsto por la ley Securities and Futures Act, Chapter 289 de Singapur. El KIID está disponible en sueco. The MSCI data is for internal use only and may not be redistributed or used in connection with creating or offering any securities, financial products or indices. Neither MSCI nor any other third party involved in or related to compiling, computing or creating the MSCI data (the "MSCI Parties") makes any express or implied warranties or representations with respect to such data (or the results to be obtained by the use thereof), and the MSCI Parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to such data. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any of the MSCI Parties have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages. Aunque Vontobel Asset Management AG («Vontobel») considera que la información facilitada en este documento se basa en fuentes fiables, no puede asumir responsabilidad ninguna por la calidad, corrección, oportunidad o exhaustividad de la información contenida en este documento. Excepto en los casos permitidos por las leyes de derechos de autor vigentes, nada de esta información puede ser reproducido, adaptado, cargado a un tercero, enlazado, enmarcado, representado en público, distribuido o transmitido en ninguna forma ni por medio de ningún proceso sin el consentimiento específico por escrito de Vontobel. En la medida máxima permitida por la ley, Vontobel no será responsable de ninguna pérdida o daño que usted pudiera sufrir por utilizar o acceder a esta información, o porque Vontobel no hubiere suministrado esta información. Nuestra responsabilidad por negligencia, violación de contrato o contravención de cualquier ley que pudiera resultar de no haber suministrado esta información o alguna parte de ella, o de cualquier problema relacionado con esta información, que no pueda ser excluida conforme con la ley, se limita, a nuestra discreción y en la medida máxima permitida por la ley, a suministrarle a usted de nuevo esta información o alguna parte de ella, o a pagar por suministrarle a usted de nuevo esta información o alguna parte de ella. Ni este documento ni ninguna copia del mismo podrán ser distribuidos en ninguna jurisdicción donde su distribución pueda estar restringida por la ley. Las personas que reciban este documento deberían informarse al respecto y respetar cualquier restricción vigente. En particular, este documento no se distribuirá ni entregará a personas estadounidenses y no se distribuirá en Estados Unidos.

Vontobel Asset Management  
 Gotthardstrasse 43, 8022 Zúrich  
 Teléfono +41 58 283 71 50  
 Fax +41 58 283 71 51

[vontobel.com/am](http://vontobel.com/am)