

El reembolso, en su justa medida.

Durante los duros años de la crisis, donde la sangría de reembolsos del sector fue considerable, algunas gestoras comenzaron a aplicar, en aras de proteger a sus partícipes y accionistas, medidas anti-dilución en sus vehículos de inversión.

La previsión de reembolsos es algo asumido por el gestor del Fondo, pero en unos niveles que no distorsionen los objetivos para los cuales se creó la estructura. La pregunta que muchos nos hacíamos en la industria ante la salida masiva de capitales era, ¿por qué aquellos que siguen depositando su confianza en el Fondo deben asumir los gastos generados por los que quieren salir?

Cuando los flujos netos de salida superan unos umbrales establecidos para atender dichos reembolsos, el Fondo se ve obligado a deshacer parte de la cartera, incurriendo en pérdidas vía gastos de bolsa, depositaría por la venta de los activos y el evento que genera la mayor erosión a la rentabilidad del Fondo: desprenderse de activos en peores condiciones de venta por la necesidad de hacer frente al reembolso.

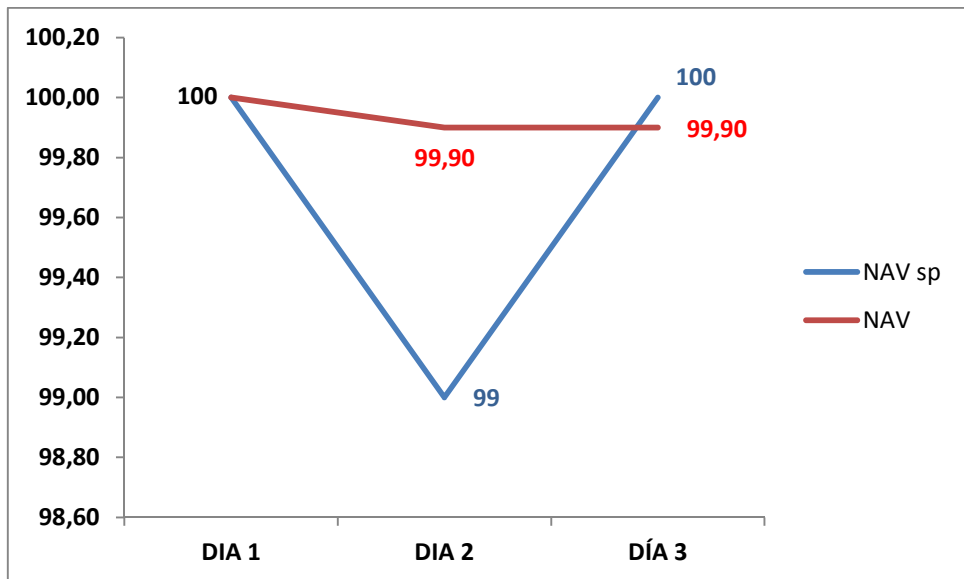
Se planteó entonces la siguiente pregunta, ¿y quién debe asumir estos gastos imprevistos?, muchos en el sector decidieron que debían ser asumidos por aquel que los generó: el reembolso.

Dependiendo de la complejidad con la que se quiera abarcar el asunto, a grandes rasgos las gestoras han ido incluyendo en sus folletos medidas de control del NAV y otras con el objetivo de disuadir la fuga de patrimonio, tales como:

- Comisión de reembolso: Una medida creada para disuadir al partícipe que quiere reembolsar y así mantener estable la estructura del Fondo. La problemática es que dicha comisión puede parecer algo injusta tanto para el que se va (porque paga una comisión) como para los que se quedan, ya que el importe de dicha comisión no recae en el Fondo para compensar los gastos inherentes a la operación, sino que es la Gestora la receptora de la comisión.
- Swing Pricing: Es una medida relativamente sencilla de ejecutar y la más utilizada como método anti-dilución. Una vez calculado el valor liquidativo del fondo, se le aplica un factor de ajuste por un valor equivalente a los gastos incurridos a la hora de deshacer cartera del Fondo. Las variables que confluyen dentro de este factor son:
 - o Los gastos explícitos por la venta de activos (comisiones de intermediación, impuestos, comisiones de depositaría, corretajes etc) y,
 - o Los gastos implícitos. La mayoría de los vehículos de inversión valoran sus activos a un "Mid Price" que es el punto equidistante entre la oferta y la demanda. Cuando sale a mercado, el fondo vende a precios de demanda (BID), compra a los precios de oferta (OFFER) y valora a precios medios (MID). El factor de ajuste recogerá esa distancia entre los precios BID y MID para que sea asumido por aquellos que reembolsan.

Para comprender mejor esta mecánica, imaginemos un fondo con un patrimonio de 1.000.000 u.m, NAV=100 y con una petición de reembolso de 1000 participaciones que suponen un gasto operacional de 10pb sobre patrimonio del Fondo. Dependiendo de si aplicamos o no un Swing Factor, el NAV evolucionaría tal que:

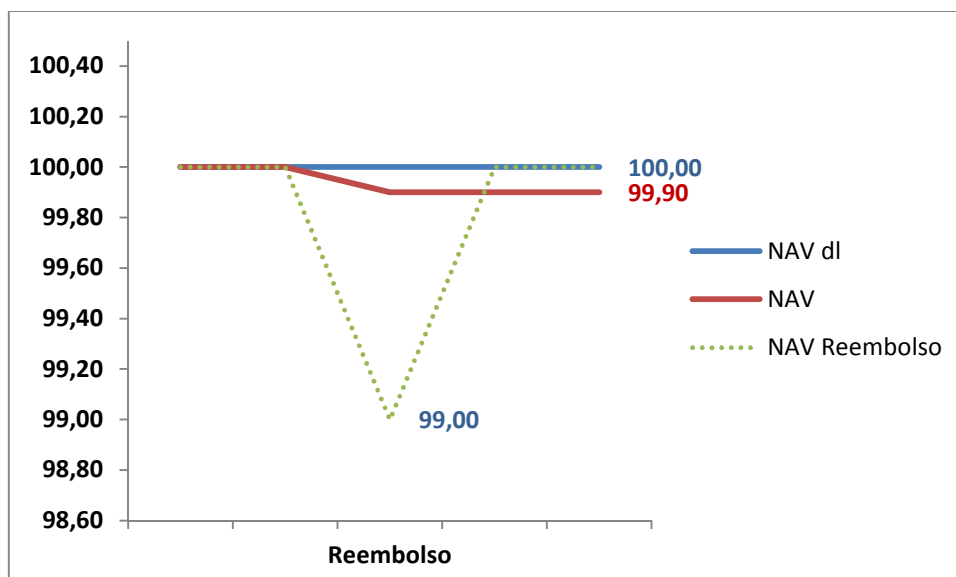
	DÍA 1	DÍA 2	DÍA 3
NAV sp	100	99	100
NAV	100	99,90	99,90



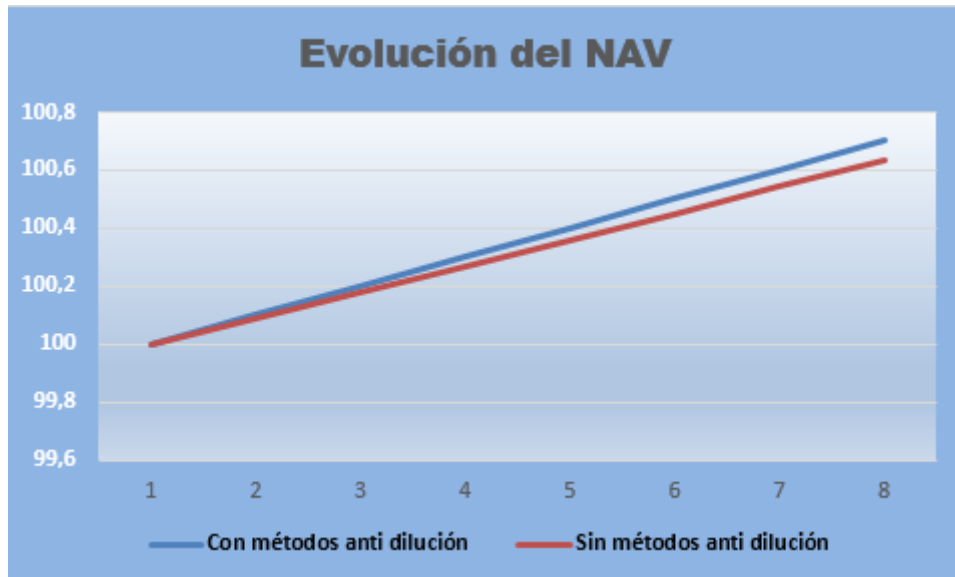
Podemos apreciar que el día 2 (día del reembolso) el NAV del fondo que no aplica SP, reduce su rentabilidad en 10 pb y el reembolso se ejecuta a 99,9 unidades. En el Fondo que sí aplica SP, el liquidativo del día 2 baja abruptamente para que la salida de patrimonio sea menor y así se compensen esos 10pb de gastos incurridos por la venta para ejecutar el reembolso.

Mientras que los partícipes del Fondo con SP han mantenido su patrimonio intacto, los partícipes del fondo sin SP han visto mermado su patrimonio por factores ajenos a la evolución de los mercados.

- **Dilution Levy:** Quizás es la medida más exacta de penalizar la salida de patrimonio, ya que los gastos de la operación de venta de activos se aplican sólo al partícipe cuyo reembolso superó los umbrales marcados por el folleto del Fondo. Es decir, se calcula un NAV oficial y otro individual al que se le aplica esa tasa de dilución, que cubre los gastos incurridos por el Fondo. La ventaja que tiene sobre el Swing Pricing es que la volatilidad del Fondo no se distorsiona por movimientos bruscos en el NAV, y evita que los flujos de entrada en el fondo se beneficien del swing factor aplicado al NAV. Como contra, su aplicación requiere una dedicación de recursos para su cálculo mucho mayor que la simple aplicación de un factor de descuento.



A largo plazo, y en un entorno de fuertes salidas de capital, el efecto de aplicación de métodos anti dilución y asumiendo un crecimiento continuo del Fondo, ceteris paribus el resto de variables, el gap entre ambos tipos de fondos se irá abriendo poco a poco.



Fijándonos en el gráfico podemos apreciar que la utilización de medidas anti-dilución otorgan un rendimiento más ajustado a la evolución de la propia cartera del Fondo, eliminando las distorsiones provocadas por las operaciones no deseadas por los gestores.

Ya sea utilizando alguna de las medidas aquí mencionadas, u otras existentes (como fondos que aplican dualidad de precios según entres o salgas del Fondo), debemos seguir trabajando en hacer una industria más justa y precisa, que valore sus activos de la forma más estricta posible y que en caso que nos atañe hoy, trate al reembolso en su justa medida.