

## Europa, con vida y rumbo a una rentabilidad superior

**Peter Garnry**

*Estratega de Renta Variable*  
pg@saxobank.com  
+45 3977 6786

**Mads Koefoed**

*Estratega Macroeconómico*  
mkof@saxobank.com  
+45 3977 4942

**Enero ha sido un buen mes para las acciones de valor gracias al programa de operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) del BCE, que se ha traducido en subastas de bonos con resultados satisfactorios en Europa y en un dato en la eurozona de Índice de Gestores de Compra (PMI) compuesto de nuevo por encima de 50.**

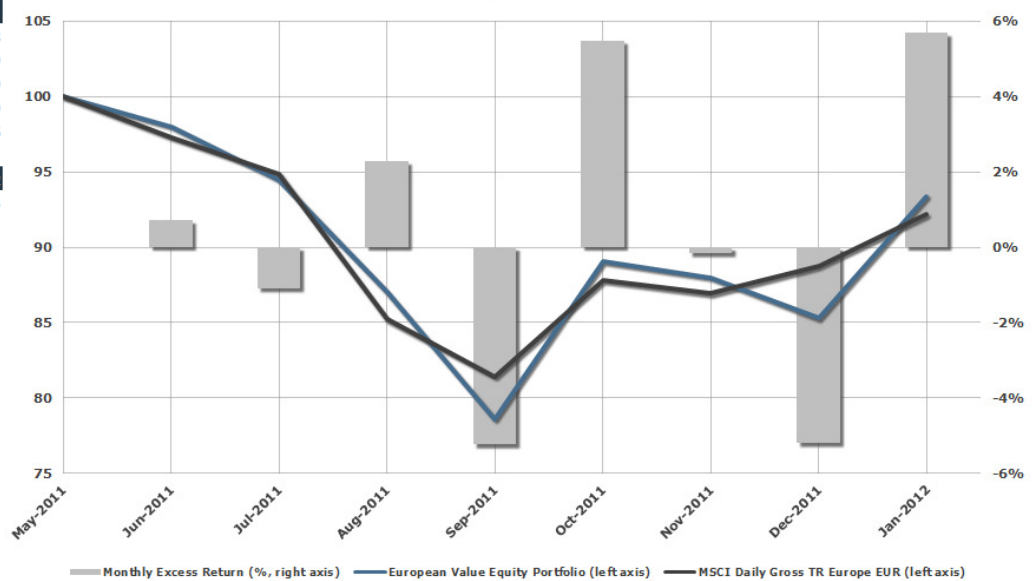
- La Cartera de Acciones de Valor Global Europeo ha repuntado un 9,5 por ciento en enero y ha hecho gala de un mejor rendimiento relativo que el MSCI Daily Gross TR Europe EUR, que solo ha subido un 3,8 por ciento. El sobre-rendimiento total desde la fecha de inicio se sitúa ahora en 1,3 puntos porcentuales.
- La acción con mejor rendimiento en enero ha sido KGHM Polska, que ha repuntado un 33,1 por ciento en EUR.
- En febrero, se han sumado a la cartera las acciones siguientes: Deutsche Lufthansa, E.ON, Lagardere, Voestalpine, A2A, Celesio, GDF Suez, Allianz, Logica y Mediaset SpA.

### Actual Performance

| Return (%)        | Portfolio | Benchmark |
|-------------------|-----------|-----------|
| 1 month           | 9.5       | 3.8       |
| 3 months          | 4.8       | 4.9       |
| 6 months          | -1.2      | -2.9      |
| Since inception   | -6.6      | -7.9      |
| Annualised return | -9.8      | -11.6     |

| Historical return (%) | 2011 | 2012 |
|-----------------------|------|------|
| January               | N/A  | 9.5  |
| February              | N/A  |      |
| March                 | N/A  |      |
| April                 | N/A  |      |
| May                   | N/A  |      |
| June                  | -2.0 |      |
| July                  | -3.6 |      |
| August                | -7.9 |      |
| September             | -9.7 |      |
| October               | 13.3 |      |
| November              | -1.2 |      |
| December              | -3.1 |      |

### European Value Equity Portfolio vs. Benchmark



Source: FactSet, Bloomberg and Saxo Bank Research & Strategy

#### 1. Exoneración de responsabilidad por referencia a resultados pasados

La presente publicación hace referencia al rendimiento pasado. El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los indicadores de rendimiento pasado que figuran en la presente publicación no tienen por qué repetirse necesariamente en un futuro. No se garantiza que cualesquiera inversiones vayan a registrar, o puedan registrar, beneficios o pérdidas similares a los que se obtuvieron en el pasado, o vayan a evitarse pérdidas significativas.

Las declaraciones incluidas en la presente publicación que constituyan hechos históricos y que pudieren simular resultados pasados o datos futuros se basan en las expectativas, estimaciones, proyecciones, opiniones y ponderaciones actuales del Grupo Saxo Bank. Dichas declaraciones incluirán riesgos ciertos e inciertos, incertidumbres y cualesquiera otros factores, y no se les deberá conferir una confianza indebida. Asimismo, la presente publicación podrá contener "declaraciones relativas a hechos futuros". Los hechos o resultados reales o los resultados actuales podrán diferir materialmente de los reflejados o contemplados en dichas declaraciones relativas a hechos futuros.

## Cartera de Acciones de Valor Europeo – Febrero de 2012

La tabla que figura más abajo muestra la cartera para el mes de febrero y las asignaciones. Las dos posiciones más fuertes son SCOR y Deutsche Lufthansa, con una ponderación combinada del 22 por ciento.

**Las acciones que han pasado a formar parte de la cartera son las siguientes:** Deutsche Lufthansa, E.ON, Lagardere, Voestalpine, A2A, Celesio, GDF Suez, Allianz, Logica y Mediaset SpA.

**Las acciones que han salido de la cartera son las siguientes:** Persimmon, Nexans, Norsk Hydro, St-Gobain, Nokia, A.P. Moeller – Maersk, Travis Perkins, KGHM Polska, Michelin y Boliden.

| Company                  | Sector                 | Market Cap.    | Est. P/E 1Yr | P/B        | Weight        |
|--------------------------|------------------------|----------------|--------------|------------|---------------|
| Deutsche Lufthansa AG    | Industrials            | 4,838.1        | 19.8         | 0.6        | 11.5%         |
| E.ON AG                  | Utilities              | 32,798.4       | 10.3         | 0.8        | 10.1%         |
| ArcelorMittal            | Materials              | 24,014.7       | 9.1          | 0.5        | 8.6%          |
| Lagardere SCA            | Consumer Discretionary | 2,849.5        | 9.9          | 0.7        | 7.2%          |
| Voestalpine AG           | Materials              | 4,237.2        | 7.9          | 0.9        | 5.6%          |
| Delhaize Group SA        | Consumer Staples       | 4,242.3        | 7.8          | 0.8        | 7.0%          |
| A2A SpA                  | Utilities              | 2,279.2        | 15.7         | 0.7        | 4.7%          |
| OMV AG                   | Energy                 | 8,173.0        | 6.4          | 0.9        | 9.5%          |
| Celesio AG               | Health Care            | 2,506.4        | 11.5         | 1.0        | 4.3%          |
| GDF Suez                 | Utilities              | 46,742.2       | 11.8         | 0.8        | 4.3%          |
| Allianz SE               | Financials             | 38,541.1       | 7.5          | 0.9        | 4.0%          |
| SCOR SE                  | Financials             | 3,693.5        | 7.2          | 0.9        | 10.5%         |
| Logica PLC               | Information Technology | 1,472.2        | 7.2          | 0.6        | 3.3%          |
| Mediaset SpA             | Consumer Discretionary | 2,667.2        | 9.7          | 1.1        | 3.3%          |
| Mediaset Espana Comunica | Consumer Discretionary | 1,817.5        | 13.3         | 1.4        | 6.2%          |
| <b>Portfolio</b>         | <b>Median</b>          | <b>4,237.2</b> | <b>9.7</b>   | <b>0.8</b> | <b>100.0%</b> |

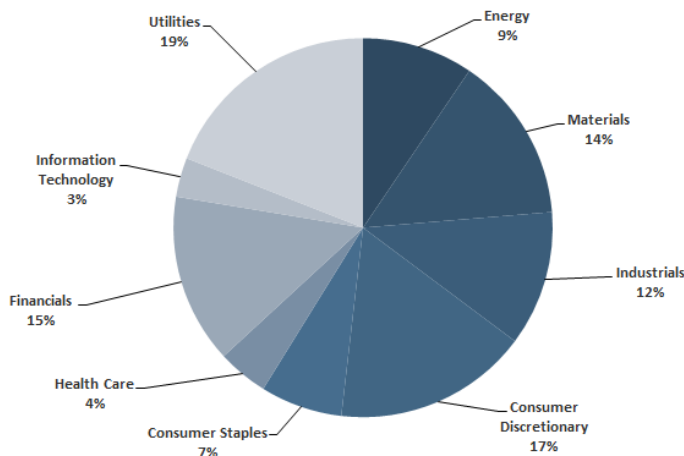
\* Source: Bloomberg, FactSet and Saxo Bank Research & Strategy

\*\* Market Cap is in EUR millions, Est. P/E 1Yr is next fiscal year's expected P/E ratio

\*\*\* Total returns are adjusted for changes in EUR compared to the instruments' currency

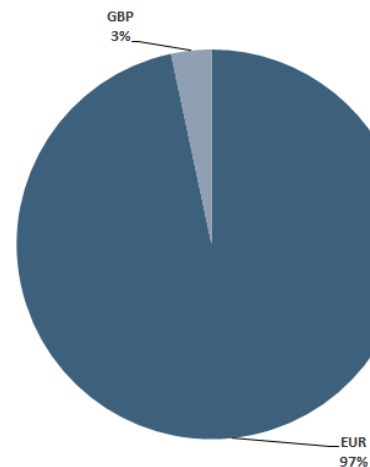
\*\*\*\* Total returns include reinvestment of gross dividends on ex-date

Sector Allocation - February 2012



Source: Bloomberg and our calculations

Currency Exposure - February 2012



Source: Bloomberg and our calculations

## Cartera de Acciones de Valor Europeo – Enero de 2012

La tabla que figura más abajo muestra el rendimiento de cada acción en el mes de diciembre. El valor que ha hecho gala de un mejor rendimiento es KGHM Polska, al alza un 33,1 por ciento en EUR. La acción que ha mostrado un peor rendimiento ha sido Logica, que ha caído un 21,3 por ciento en EUR.

| Company                  | Sector                 | Market Cap.    | Est. P/E 1Yr | P/B        | Weight        | Total Return |
|--------------------------|------------------------|----------------|--------------|------------|---------------|--------------|
| Persimmon PLC            | Consumer Discretionary | 1,699.6        | 11.8         | 0.9        | 9.6%          | 12.8%        |
| ArcelorMittal            | Materials              | 22,055.7       | 9.1          | 0.5        | 8.7%          | 8.9%         |
| Delhaize Group SA        | Consumer Staples       | 4,420.6        | 7.8          | 0.8        | 8.0%          | -4.1%        |
| OMV AG                   | Energy                 | 7,643.2        | 6.4          | 0.9        | 9.7%          | 6.9%         |
| Nexans SA                | Industrials            | 1,151.8        | 12.6         | 0.7        | 6.2%          | 18.4%        |
| Norsk Hydro ASA          | Materials              | 7,410.8        | 19.0         | 0.8        | 7.4%          | 12.9%        |
| Cie de St-Gobain         | Industrials            | 15,887.5       | 10.2         | 1.0        | 4.8%          | 14.7%        |
| SCOR SE                  | Financials             | 3,390.4        | 7.2          | 0.9        | 10.8%         | 6.5%         |
| Mediaset Espana Comunic  | Consumer Discretionary | 1,794.3        | 13.4         | 1.4        | 6.7%          | 1.3%         |
| Nokia OYJ                | Information Technology | 14,126.0       | 12.4         | 1.2        | 5.3%          | 1.2%         |
| AP Moeller - Maersk A/S  | Industrials            | 21,808.5       | 13.7         | 1.1        | 5.3%          | 10.4%        |
| Travis Perkins PLC       | Industrials            | 2,321.0        | 9.7          | 1.1        | 5.0%          | 11.0%        |
| KGHM Polska Miedz SA     | Materials              | 4,957.1        | 6.3          | 1.4        | 2.7%          | 33.1%        |
| Cie Generale des Etablis | Consumer Discretionary | 8,222.3        | 7.4          | 1.1        | 2.7%          | 14.5%        |
| Boliden AB               | Materials              | 3,082.1        | 8.7          | 1.6        | 7.3%          | 15.9%        |
| <b>Portfolio</b>         | <b>Median</b>          | <b>4,957.1</b> | <b>9.7</b>   | <b>1.0</b> | <b>100.0%</b> | <b>9.5%</b>  |

\* Source: Bloomberg, FactSet and Saxo Bank Research & Strategy

\*\* Market Cap is in EUR millions, Est. P/E 1Yr is next fiscal year's expected P/E ratio

\*\*\* Total returns are adjusted for changes in EUR compared to the instruments' currency

\*\*\*\* Total returns include reinvestment of gross dividends on ex-date

## Datos básicos de la cartera

---

**Nuestra cartera genera un superávit ajustado al riesgo.** Nuestra cartera habría generado un resultado de superávit anualizado del 10,4 por ciento en el plazo de *back-testing* de 101 meses (2003-2011)<sup>1</sup>; el retorno anual se ha situado en el 17,6 por ciento anualizado frente al retorno anualizado del 7,2 por ciento de nuestra referencia, el MSCI Daily TR World Gross EUR.

**Las acciones se han seleccionado a partir de un valor combinado.** Esta cartera de acciones se fundamenta en unos criterios clásicos sobre valores. Desde este enfoque, cada una de las acciones de nuestra proyección obtiene una puntuación combinada que devuelve a un índice por posiciones de las acciones de nuestra proyección.

**Una cartera europea sin restricciones.** Nuestra cartera de valores no contiene limitaciones en términos de restricciones en relación con la exposición por sectores o desde una perspectiva geográfica. La cartera tiene por objeto sacar partido a las oportunidades de valor allí donde se presenten en los países europeos. Hemos descubierto durante el proceso de *back-testing* que el riesgo adicional asumido por este enfoque está suficientemente compensado con los resultados adicionales recibidos.

**La cartera cuenta con ponderaciones dinámicas.** La cartera se fundamenta en valores dinámicos que se trasladan de un mes a otro. Así pues, si una acción cuenta con una ponderación del 15 por ciento al comenzar el mes, su ponderación final se determinará por el retorno de la acción y por el retorno de otras acciones, suponiendo que la acción se mantenga entre las 15 acciones más devaluadas durante el mes siguiente. Si son varias las acciones que salen de la cartera, la ponderación combinada de las acciones que abandonen la cartera en un mes determinado se distribuirá entre las nuevas acciones sobre la base de una técnica de escalamiento patentada vinculada al valor combinado y a los indicadores calidad de unas con otras.

**La cartera no cuenta con una cobertura para compensar los movimientos que se produzcan en los mercados de divisas.** Con vistas a reducir el impacto de las fluctuaciones de divisas sobre el rendimiento, el inversor debe cubrir toda exposición a una divisa con carácter mensual, mediante la gráfica circular de exposición de divisas que se encuentra en la publicación.

**El retorno de la cartera se calcula sobre una base en bruto (costes operativos e impuestos no incluidos) si bien incluye la reinversión de dividendos en la fecha de emisión.** El rendimiento es bruto porque el modelo no puede recoger los impuestos que pueden variar en función de los inversores debido a que el tratamiento fiscal de los dividendos y de las ganancias de capital varía según la legislación tributaria. Los costes operativos pueden variar entre los distintos agentes de bolsa, así como entre clientes.

**Históricamente, la cartera ha contado con dos acciones que entraban y salían de media todos los meses, con lo que se creaban seis transacciones.** Todo ello corresponderá aproximadamente a unos costes operativos anuales del valor de la cartera entre el 0,2-0,4 por ciento anual en función de las condiciones de comisión.

---

<sup>1</sup> La presente publicación hace referencia al rendimiento pasado. El rendimiento pasado no es un indicador fiable del rendimiento futuro. Los indicadores de rendimiento pasado que figuran en la presente publicación no tienen por qué repetirse necesariamente en un futuro. No se garantiza que cualesquiera inversiones vayan a registrar, o puedan registrar, beneficios o pérdidas similares a los que se obtuvieron en el pasado, o vayan a evitarse pérdidas significativas.

Las declaraciones incluidas en la presente publicación que constituyan hechos históricos y que pudieren simular resultados pasados o datos futuros se basan en las expectativas, estimaciones, proyecciones, opiniones y ponderaciones actuales del Grupo Saxo Bank. Dichas declaraciones incluirán riesgos ciertos e inciertos, incertidumbres y cualesquiera otros factores, y no se les deberá conferir una confianza indebida. Asimismo, la presente publicación podrá contener "declaraciones relativas a hechos futuros". Los hechos o resultados reales o los resultados actuales podrán diferir materialmente de los reflejados o contemplados en dichas declaraciones relativas a hechos futuros.

## Metodología de investigación

---

**La cartera de Acciones de Valor Europeo se ha diseñado para afrontar el reto clásico en la investigación de carteras de acciones: cómo generar un superávit de ingresos partiendo de un índice de referencia.** Así pues, el objetivo consiste en crear una cartera que genere un Ratio de Sharpe positivo que indique que la cartera ha arrojado un superávit de ingresos sobre la tasa sin riesgos para cada unidad de riesgo asumido.

**Con arreglo a la doctrina existente en la materia, todo ello es posible utilizando diversos criterios de valor, para crear una cartera que mejore el resultado del índice de referencia elegido en base a un riesgo ajustado.** Diversos estudios como Fama and French (1992) y Lakonishok, Shleifer y Vishny (1994)<sup>2</sup> demuestran que es posible obtener un superávit de ingresos significativo. Siguiendo esta línea de investigación, nuestra cartera emplea un criterio de valor extremo de Benjamin Graham (publicado por Rea en un artículo del Journal of Portfolio Management de 1977)<sup>3</sup>.

**La cartera de Acciones de Valor Global Europea se ha constituido sobre la base de un enfoque ascendente que resta valor a los ciclos económicos y de mercado. En base al mismo, la cartera estará completamente invertida en todo momento.** Una de las consecuencias de contar con una inversión completa en todo momento es la presión bajista sobre el alfa de la cartera, mientras se genera una beta más elevada. Este último argumento no es muy intuitivo, porque se suele percibir que las acciones de valor generan unos ingresos estables (beta baja y alfa positivo). Conviene tener en cuenta que una volatilidad elevada no supone necesariamente mayores riesgos (como en el riesgo de la empresa subyacente). Nosotros pensamos que la cartera compensará en base al riesgo ajustado por nuestros riesgos asumidos en aquellas compañías de nivel y valor combinado.

**Nuestra muestra de valores mensual se elige de conformidad con nuestros criterios de investigación, entre todos los valores disponibles para su negociación en las plataformas de negociación de Saxo Bank<sup>4</sup>.** Asimismo, limitamos la posible elección a elementos primarios (índices) en los mercados de valores europeos, pero incluimos acciones inactivas para garantizar que la población objetivo no incluye sesgo de supervivencia por excluir sociedades liquidadas, fusiones y retiradas del mercado, etc. La diferencia entre la población activa e inactiva de acciones es de 19.490 y 37.301 respectivamente.

## Metodología de *back-testing*

---

**Establecemos el último día del mes anterior como nuestra fecha de *back-testing*.** Por ejemplo, para realizar el *back-testing* de enero de 2006, usamos como fecha de *back-testing* el 31 de diciembre de 2005. Cada análisis mensual nos permite conocer las acciones que superan nuestros criterios y nos ofrece todos los datos de parámetros relevantes. La fecha de comienzo de los test es el 31 de diciembre de 2002, lo que significa que la fecha de comienzo de la cartera es el 1 de enero de 2003. Esto nos permite contar con 97 observaciones de resultados mensuales, suficientes para generar análisis estadísticos válidos como mediciones beta, alfa, ratio de Sharpe y Ratio de Información.

**Para evitar *look-ahead bias* en nuestra cartera, empleamos argumentos retrospectivos en todos los parámetros relevantes de la cartera.** Nuestro proveedor de datos no cuenta con una base de datos para un momento dado sobre los datos fundamentales, lo que significa que si la fecha de nuestro *back-testing* es el 31 de enero de 2006 y nos fijamos en los datos del último informe anual, recibimos datos del informe de 2005 en lugar de 2004, pese a que la información estuvo disponible al público en primer lugar en febrero o marzo de 2005. Al aplicar los argumentos retrospectivos de tres meses en todos los parámetros relevantes, evitamos *look-ahead bias* en nuestra cartera.

**Cada mes se analizan los resultados, y las acciones se clasifican en base a la media ponderada de las diferentes clasificaciones del sistema de puntuaciones. Lo denominamos resultado combinado.** Las 15 acciones con el resultado combinado más bajo se eligen como la cartera del mes siguiente. En base al

<sup>2</sup> Eugene F. Fama y Kenneth R. French (1992), The Cross-Section of Expected Returns, *The Journal of Finance*, Vol. XLVII, Nº 2, Págs. 427-465; Josef Lakonishok, Andrei Shleifer y Robert W. Vishny (1994), Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *The Journal of Finance*, Vol. 49, Nº 5, Págs. 1541-1578.

<sup>3</sup> James B. Rea (1977), Remembering Benjamin Graham – Teacher and Friend, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 3, Nº 4, Págs. 66-72.

<sup>4</sup> Ver apéndice 2 para mercados de valores sobre los que Saxo Bank ofrece negociación con valores de tesorería.

resultado de precio EUR mensual ajustado, calculamos los resultados ponderados de forma equivalente para la cartera de ese mes.

**La cartera se vuelve a equilibrar todos los meses, por lo que el periodo de titularidad es dinámico, en el sentido de que una acción se vuelve a elegir para nuestra cartera si sigue entre las 15 acciones más prometedoras con arreglo a nuestro resultado combinado.** Una acción que sube mucho más en precio en relación con otras acciones de valor es probable que tenga un periodo de titularidad corto. Pero si la posible revaloración no se produce, lo normal será que la acción permanezca en nuestra cartera.

**En el *back-testing*, nuestra cartera habría generado un resultado bruto anual, que incluye las operaciones de reinversión de dividendos brutos en su fecha de emisión, pero no los costes operativos (ver comentario en los "Datos Básicos sobre la Cartera") e impuestos, del 17,6 por ciento frente al 7,2 por ciento del Índice MSCI Daily TR World Gross EUR.** Si bien el periodo de titularidad que ponderamos es más bien corto, en comparación con la filosofía de valor normal, el resultado total compensa los gastos adicionales en relación con nuestro equilibrio mensual. Nuestra cartera generó un resultado de superávit sobre el Índice MSCI Daily TR World Gross EUR de 60 de los 101 meses. Esto supone en torno a un 59,4 por ciento de resultados de superávit positivo en todo el periodo de *back-testing*.

**Calculamos el Ratio de Sharpe, el Error de Seguimiento, el Ratio de Información y la correlación sobre la base de las observaciones de resultados mensuales para la cartera y el Índice MSCI Daily TR World Gross EUR.** Empleamos el Índice Bloomberg/EFFAS de Resultados Totales a 1-3A de bonos del tesoro EUR como nuestra tasa libre de riesgo. La cartera tuvo un buen resultado durante el periodo de *back-testing* como un Ratio de Sharpe positivo de 0,75 frente al dato de 0,25 para la referencia, lo que pone de manifiesto que nuestro modelo genera retornos ajustados al riesgo atractivos. A su vez, el Ratio de Información muestra retornos excepcionalmente atractivos sobre el riesgo asumido y se sitúa en 1,00 para la cartera en el periodo de *back-testing*. La correlación entre el retorno mensual de la cartera y el Índice MSCI Daily TR World Gross EUR es del 82,8 por ciento.

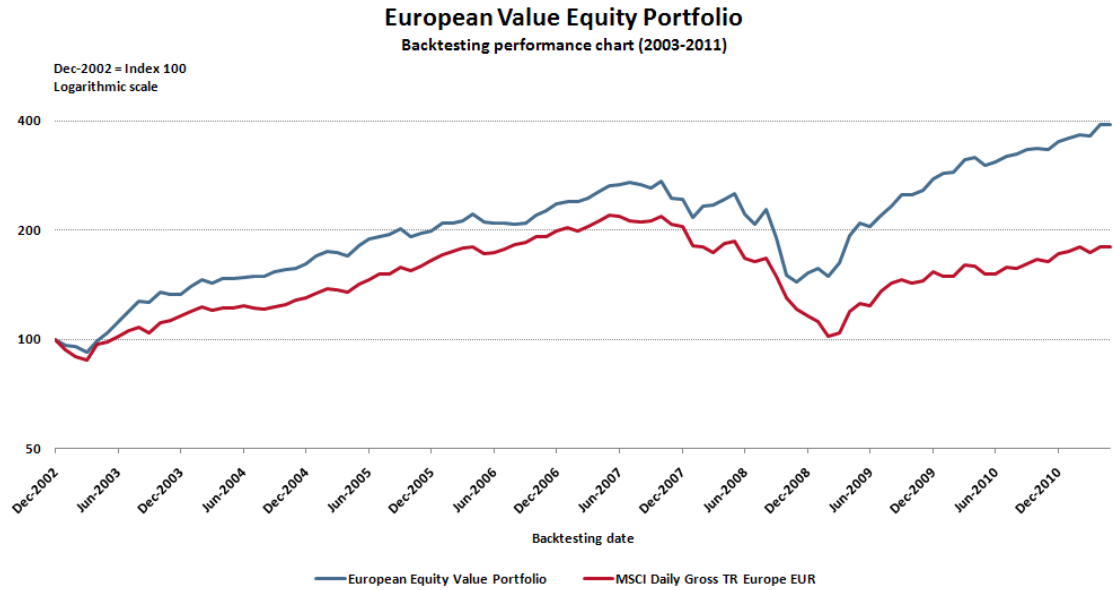
**Con vistas a evaluar el perfil de riesgo de la cartera, hemos calculado el Valor en Riesgo (VaR) modificado de un mes con un nivel de relevancia del 95 por ciento sobre la Cartera de Acciones de Valor Global y el MSCI Daily TR World Gross EUR respectivamente.** El VaR modificado es del -8,3 por ciento y del -6,9 por ciento para la cartera y valor de referencia respectivamente. Todo ello supone que existe una posibilidad del 5 por ciento de que nuestra cartera vaya a perder más del 8,3 por ciento en un único mes frente al 6,8 por ciento del MSCI Daily TR World Gross EUR. Calculamos el VaR<sup>5</sup> modificado con vistas a tener en cuenta que el retorno de la cartera no sigue una distribución normal.

**La distribución del resultado de la cartera durante el periodo de *back-testing* tuvo una asimetría negativa y un exceso de curtosis.** Nuestra cartera tiene una asimetría negativa de -1,09 lo que indica que la distribución de resultados tiene una cola asimétrica que se extiende hacia valores más negativos. Nuestra cartera tiene una curtosis por exceso de 4,03 lo que significa que el resultado sigue una distribución leptocúrtica (valores con más picos y una cola más amplia).

<sup>5</sup> Los límites del Valor en Riesgo medio se han abordado en diversas obras. Los límites del Valor en Riesgo medio tradicional están vinculados al uso de una función de distribución simétrica. El uso de simulaciones, nuevas muestras y distribuciones de Pareto contribuyen a que la predicción sea más exacta, si bien siguen presentando defectos para aquellos activos con distribuciones que pudiesen considerarse no-normales (asimetría o curtosis). Zangari (1996) y Favre y Galeano (2002) proporcionan un cálculo modificado del VaR que recoge los máximos de las distribuciones no-normales (asimetría estadística, curtosis) a través del uso de una expansión Cornish-Fisher, y se desploma hasta el VaR medio estándar (tradicional) si el flujo de retorno sigue una distribución estándar. Esta forma de medición se cita con frecuencia y es un recurso habitual en las obras de la doctrina. A menudo se denomina "VaR Modificado" o "VaR Modificado de Cornish-Fisher".

## Apéndice 1 – Rendimiento de la prueba retrospectiva o *backtesting*

La gráfica que figura más abajo muestra el rendimiento de la Cartera de Acciones de Valor Europeo en el periodo de *backtesting* comprendido entre enero de 2003 y mayo de 2011, a saber 101 meses.



Source: FactSet, Bloomberg and Saxo Bank Research & Strategy

### Backtesting (2003-2011)

| Performance & risk (101 mo.)  | Euro Value | Benchmark |
|-------------------------------|------------|-----------|
| Annualised return             | 17.6%      | 7.2%      |
| Annualised standard deviation | 18.5%      | 15.2%     |
| Modified VaR (one-month)      | 8.3%       | 6.9%      |
| Annualised Sharpe Ratio       | 0.75       | 0.25      |
| Annualised Tracking Error     | 0.10       |           |
| Annualised Information Ratio  | 1.00       |           |

## Apéndice 2 - mercados de valores disponibles para negociación (renta variable líquida)

---

- Euronext Amsterdam
- Euronext Brussels
- OMX Copenhagen
- OMX Copenhagen – First North
- Frankfurt Stock Exchange (XETRA)
- OMX Helsinki
- Euronext Lisbon
- London International Exchange
- London Stock Exchange SEAQ Market
- London Stock Exchange SETS Market
- Milano Stock Exchange
- Oslo Stock Exchange
- Euronext Paris
- Sistema de Interconexión Bursátil Español
- OMX Stockholm
- OMX Stockholm – First North
- Swiss Exchange
- Wiener Börse (Vienna) Stock Exchange
- SWX Europe
- Warsaw Stock Exchange

## INVESTIGACIÓN SOBRE INVERSIÓN NO INDEPENDIENTE

La presente investigación de inversión no se ha elaborado de conformidad con las exigencias legales previstas para fomentar la independencia de las investigaciones de mercados. Asimismo, no está sujeta a cualesquiera prohibiciones relativas a la divulgación de investigaciones de inversión. Saxo Bank, sus filiales o su personal podrán realizar servicios, solicitar operaciones, mantener posiciones largas o cortas, o mantener cualquier tipo de interés en la inversión (incluidos los derivados), de cualesquiera entidades mencionadas en el presente.

La información incluida en el presente documento no se interpretará como una oferta (ni una solicitud de oferta) de compra o venta de cualesquiera divisas, productos o instrumentos financieros, para realizar cualesquiera inversiones o participar en cualesquiera estrategias de negociación. El presente material se ha elaborado con fines únicamente de marketing y/o informativos y Saxo Bank A/S y sus propietarios y filiales, tanto directas como indirectas o a través de sucursales ("Saxo Bank") no asumirán cualesquiera garantías o responsabilidades por la exactitud o la integridad de la información contenida en el presente documento. Al publicar el presente material, Saxo Bank no ha tomado en cuenta ningún objetivo de inversión concreto del receptor, ningún objetivo especial de inversión, su situación financiera ni las necesidades y demandas específicas, y nada de lo contenido en el presente documento constituirá una recomendación para cualesquiera receptores de invertir o despojarse de cualquier modo de activos, y Saxo Bank no asumirá ninguna responsabilidad respecto de cualesquiera receptores por las pérdidas en que pudieren incurrir por causa de una negociación de conformidad con una recomendación recibida. Todas las inversiones conllevan un riesgo y pueden provocar beneficios y pérdidas. En particular las inversiones con productos apalancados, como las divisas, derivados y materias primas, entre otros, pueden ser muy especulativas, y las ganancias y pérdidas pueden fluctuar de forma rápida y violenta. La negociación especulativa no es aconsejable para todos los inversores y todos los receptores deberían ponderar exhaustivamente su situación financiera y consultar con uno o varios asesores financieros para comprender los riesgos y garantizar la adecuación de su situación antes de realizar la inversión, despojarse de un activo o entrar en una negociación. Cualesquiera menciones, en su caso, de cualesquiera riesgos, no se considerarán ni una declaración completa de los riesgos, ni una descripción completa de los mismos. Cualquier opinión vertida podrá ser personal del autor y no reflejar la opinión de Saxo Bank y todas las opiniones estarán sujetas a modificación sin aviso previo (ni con carácter previo, ni posterior).

La presente publicación hace referencia a resultados pasados. Los resultados pasados no son un indicador fiable de los futuros. La indicación de resultados publicados en la presente publicación no se repetirá necesariamente en el futuro. No se garantiza que cualesquiera inversiones alcanzarán los beneficios o las pérdidas que alcanzaron en el pasado, ni que se evitarán pérdidas significativas.

Las declaraciones incluidas en la presente publicación que constituyan hechos históricos y que pudieren simular resultados pasados o datos futuros se basan en las expectativas, estimaciones, proyecciones, opiniones y ponderaciones actuales del Grupo Saxo Bank. Dichas declaraciones incluirán riesgos ciertos e inciertos, incertidumbres y cualesquiera otros factores, y no se les deberá conferir una confianza indebida. Asimismo, la presente publicación podrá contener "declaraciones relativas a hechos futuros". Los hechos o resultados reales o los resultados actuales podrán diferir materialmente de los reflejados o contemplados en dichas declaraciones relativas a hechos futuros.

El material es confidencial y no se podrá copiar, distribuir, publicar o reproducir en su totalidad en parte, ni sus receptores lo podrán comunicar a cualesquiera otras personas.

Cualesquiera informaciones u opiniones incluidas en el presente material no podrán distribuirse ni usarse por parte de cualesquiera personas en aquellas jurisdicciones o países en los que dicha distribución o uso sería ilegal. La información incluida en el presente documento no está destinada o prevista para "particulares estadounidenses", en los términos de la Ley de Valores de Estados Unidos de 1933, en su versión modificada y en la Ley de Cambio de Divisas de Estados Unidos de 1934, en su versión modificada.

El Grupo Saxo Bank se encuentra bajo la supervisión de la Autoridad de Supervisión Financiera de Dinamarca (en danés: "Finanstilsynet") y se rige de conformidad con la Orden Ejecutiva Danesa en materia de Buenas Prácticas Empresariales en el marco de las Actividades Financieras.

Saxo Bank A/S  
Philip Heymans Allé 15  
2900 Hellerup  
Dinamarca  
Teléfono: +45 39 77 40 00  
Nº Reg.: 1149  
CVR. Nº: 15731249

La presente exención de responsabilidad está sujeta a la Exención completa de Saxo Bank, disponible en [www.saxobank.com/disclaimer](http://www.saxobank.com/disclaimer).