

# INFORME DEL FONDS DE RESERVA DE LA BRANCA JUBILACIÓ

ANY 2014

Andorra la Vella, març 2015

## Índex

1. Estructura organitzativa del Fons de reserva
  - 1.1. Òrgans de govern del Fons de reserva
  - 1.2. Implementació, seguiment i control de la política d'inversió
  - 1.3. Equips de gestió
  - 1.4. Supervisió i control del Fons
  
2. La política d'inversió
  - 2.1. El mandat de gestió
  - 2.2. Compliment de la política d'inversió
  - 2.3. Canvis en la política d'inversió
  
3. Mercats financers al 2014
  - 3.1. Europa
  - 3.2. Estats Units
  - 3.3. Japó
  - 3.4. Mercat de bons
  - 3.5. Borses
  - 3.6. Divises
  
4. La cartera d'inversions a 31/12/2014
  - 4.1. Distribució del patrimoni a 31/12/2014
  - 4.2. Actius monetaris
  - 4.3. Renda fixa
  - 4.4. Renda variable
  - 4.5. Altres actius
  
5. Resultats 2014
  - 5.1. Rendibilitat
  - 5.2. Volatilitat
  - 5.3. Rendibilitats històriques
  
6. Web del Fons de reserva
  
7. Futur del Fons de reserva
  - 7.1. Aprovació de la Llei 6/2015 del Fons de reserva de jubilació
  - 7.2. Sostenibilitat a llarg termini de la branca jubilació

## 1. ESTRUCTURA ORGANITZATIVA DEL FONS DE RESERVA

### 1.1. Òrgans de govern del Fons de reserva

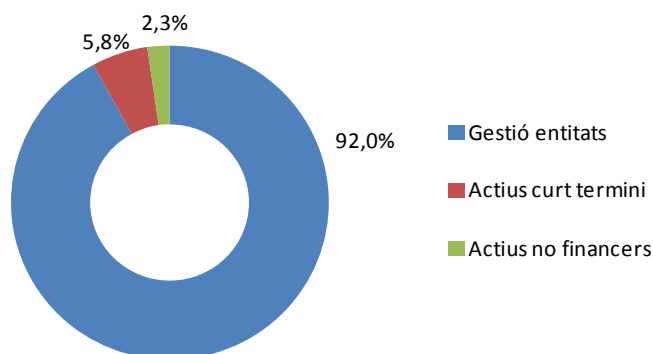
El Consell d'Administració de la CASS és l'òrgan de govern del Fons de reserva. D'acord amb la Llei 17/2008 de la seguretat social, el Consell d'Administració estableix els criteris d'inversió (o mandat de gestió) i n'informa al Govern d'Andorra, que és qui té la potestat d'aprovar-los. Per dur a terme aquesta tasca, el Consell d'Administració es recolza en les propostes d'una comissió delegada.

La Comissió delegada s'ocupa del seguiment del Fons de reserva i n'informa periòdicament al Consell d'Administració. Presenta propostes al Consell d'Administració per a que les valori. Si ho considera oportú, les aprova i les tramita al Govern.

A tancament de 2014 la Comissió està formada per cinc membres del Consell d'Administració de la CASS, per la direcció general de la CASS, per una coordinadora i per dos experts independents. Els membres de la Comissió no poden tenir cap lligam amb les entitats gestores del fons i, a fi de deixar-ne constància, signen una declaració jurada al respecte.

### 1.2. Implementació, seguiment i control de la política d'inversió

Des dels anys 90, l'execució de la política d'inversió es delega a gestors externs i s'inverteix principalment en actius financers. A final de 2014 el 92% del patrimoni del fons està gestionat per entitats financeres, en base a un mandat de gestió i sota la supervisió i control de la CASS. Pel que fa a la resta, un 5,8% són inversions a curt termini pendents d'aplicar i un 2,3% són actius immobiliaris, capital risc i altres béns tangibles.



Gràfic x: Distribució d'actius del fons, segons la naturalesa de la gestió

La Comissió delegada manté un contacte permanent amb les entitats gestores i reporta mensualment al Consell d'Administració l'evolució del Fons. Al 2014 la Comissió delegada ha celebrat un total de seixanta-sis reunions:

- onze reunions preparatòries
- onze reunions de la Comissió delegada al complet
- trenta-sis reunions amb les entitats financeres
- vuit reunions telefòniques amb les entitats financeres

La Comissió delegada vetlla pel compliment del mandat per part dels gestors. Per fer-ho sol·licita informació detallada i analitza la composició de les carteres, els moviments realitzats, les característiques dels actius comprats, l'evolució dels resultats de la gestió, els canvis interns de les entitats, etc. Aquesta informació permet supervisar i controlar l'adequació de les carteres als criteris i limitacions previstos pel mandat. Així mateix, es fa un estret seguiment dels costos i comissions que se'n deriven.

La proximitat entre la CASS i els gestors afavoreix que el compliment per part de les entitats financeres dels aspectes previstos pel mandat de gestió segueixi essent satisfactori.

### 1.3. Equips de gestió

Actualment el Fons de reserva compta amb vuit equips de gestió especialitzats, que posen al servei del fons recursos tècnics i humans qualificats.



La diversitat de gestors és un element fonamental ja que diversifica el risc de gestió i permet al fons accedir a diferents processos d'inversió, estils de gestió, recursos de les entitats,...

Natixis i CM-CIC es van incorporar com a gestors del Fons de reserva als anys 2012 i 2013 respectivament, a través d'un procés de licitació restringit. Durant el 2014 no s'ha produït cap canvi en els equips de gestió.

#### 1.4. Supervisió i control del Fons

El Fons de reserva, com a patrimoni integrat a la CASS, està subjecte a les mesures de supervisió i control previstes per la legislació en vigor per a les entitats públiques i parapúbliques. D'una banda, la Intervenció General fiscalitza la gestió econòmica i financera del Fons, i realitza els controls de legalitat pertinents. D'altra banda, el Tribunal de Comptes, un ens tècnic independent vinculat orgànicament al Consell General, realitza tasques de fiscalització i emet informes al respecte.

Al 2014 el Consell d'Administració de la CASS va encarregar a Deloitte la realització d'un informe especial d'auditoria del Fons de reserva a 31/12/2013. Aquest treball es va estructurar en cinc punts, tots centrats en la gestió realitzada per les entitats financeres. La conclusió de l'auditor va ser satisfactòria en totes les àrees analitzades.

L'informe de Deloitte es pot consultar a [l'annex A](#) del present document.

## 2. LA POLÍTICA D'INVERSIÓ

### 2.1. El mandat de gestió

El mandat de gestió és un document que desenvolupa l'estratègia d'inversió tenint en compte les necessitats a llarg termini i l'horitzó temporal del fons. No obstant, el mandat és una eina de gestió que es revisa periòdicament per adaptar-lo al dinamisme dels mercats financers i del context econòmic mundial, i per adequar-lo a possibles oportunitats o amenaces.

La CASS signa contractes amb cadascuna de les entitats financeres implicades en la gestió del patrimoni del Fons de reserva. Aquests contractes obliguen al compliment dels criteris i límits previstos pel Consell d'Administració de la CASS. Actualment totes les entitats financeres gestionen sota els mateixos paràmetres.

El mandat de gestió en vigor respon a un perfil d'inversió moderat. Permet invertir en actius financers, amb un mínim del 65% en renda fixa i mercat monetari, un màxim del 25% en renda variable i un màxim del 15% en divises

no euro. Per a la renda fixa, s'exigeix un ràting mínim de BBB-. En l'annex B s'adjunta la política d'inversió de l'any 2014.

## 2.2. Compliment de la política d'inversió

A començaments de l'exercici comptava amb diversos actius comprats amb anterioritat a l'existència del mandat actual (gener 2008) i considerats com a Altres Actius. Des de l'any 2009, no s'ha permès l'increment d'aquest tipus d'actiu. A 31 de desembre de 2013 ascendien a 35,7 milions d'euros, un 3,6% del patrimoni. Al 2014 s'han liquidat una part d'aquestes posicions: accions preferents i productes estructurats. El pes d'aquests actius històrics s'ha reduït fins al 2,3% del patrimoni i tots ells queden fora de les carteres gestionades per les entitats financeres.

|                       | <b>Import Eur</b>    |
|-----------------------|----------------------|
| Béns immobles         | 22.426.961,46        |
| Altres béns tangibles | 943.998,54           |
| Capital risc          | 323.587,00           |
|                       | <b>23.694.547,00</b> |

(\*) Valoració segons valor net comptable a 31-12-2014

### Taula x : Actius anteriors a l'existència del mandat actual

El mandat de gestió preveu que, en cas d'excedir els límits fixats a causa de les variacions en els preus dels actius, es disposi d'un màxim de trenta dies naturals per regularitzar la situació.

Tenint en compte els aspectes comentats anteriorment, la distribució del conjunt dels actius financers del Fons de reserva s'ha mantingut dins els límits del mandat durant l'any 2014.

## 2.3. Canvis en la política d'inversió

Al 2014 no s'han produït canvis en la política d'inversió del Fons de reserva. Per tant, han seguit en vigor els criteris de gestió de l'any 2013.

Tanmateix al llarg de l'any la Comissió delegada ha reflexionat sobre la possibilitat de proposar modificacions. Paral·lelament el Govern d'Andorra treballava en la elaboració d'un projecte de Llei que regularia el Fons de reserva, incloent aspectes relacionats amb la estratègia d'inversió. Aquest text va entrar a tràmit parlamentari al setembre. Al novembre la Comissió delegada va acordar mantenir-se a l'espera de la tramitació d'aquest projecte de Llei, el qual va ser aprovat pel Consell General el dia 15 de gener de 2015.

### 3. ELS MERCATS FINANCERS AL 2014

Segons el Fons Monetari Internacional (FMI), al 2014 el creixement econòmic mundial ha estat d'un 3.3%. En termes generals, els països emergents són els que han assolit increments del PIB més elevats, però amb tendència a desaccelerar. La Xina és el cas més paradigmàtic; ha crescut un 7.4% venint d'un 7.8% del 2013. Brasil vorejava la recessió (0.1%) i els països depenents del sector energètic acusaven la forta caiguda del preu del petroli. Entre les economies desenvolupades, Estats Units, Canadà, Regne Unit o Austràlia han evolucionat favorablement amb creixements de entre el 2.4 i el 2.7%. Europa ha millorat menys (0.8%) i Japó s'ha estancat amb un 0.1%.

|                                                         | 2013       | 2014       | Proyecciones |            |
|---------------------------------------------------------|------------|------------|--------------|------------|
|                                                         |            |            | 2015         | 2016       |
| <b>Producto mundial</b>                                 | <b>3,3</b> | <b>3,3</b> | <b>3,5</b>   | <b>3,7</b> |
| <b>Economías avanzadas</b>                              | <b>1,3</b> | <b>1,8</b> | <b>2,4</b>   | <b>2,4</b> |
| Estados Unidos                                          | 2,2        | 2,4        | 3,6          | 3,3        |
| Zona del euro                                           | -0,5       | 0,8        | 1,2          | 1,4        |
| Alemania                                                | 0,2        | 1,5        | 1,3          | 1,5        |
| Francia                                                 | 0,3        | 0,4        | 0,9          | 1,3        |
| Italia                                                  | -1,9       | -0,4       | 0,4          | 0,8        |
| España                                                  | -1,2       | 1,4        | 2,0          | 1,8        |
| Japón                                                   | 1,6        | 0,1        | 0,6          | 0,8        |
| Reino Unido                                             | 1,7        | 2,6        | 2,7          | 2,4        |
| Canadá                                                  | 2,0        | 2,4        | 2,3          | 2,1        |
| Otras economías avanzadas                               | 2,2        | 2,8        | 3,0          | 3,2        |
| <b>Economías de mercados emergentes y en desarrollo</b> | <b>4,7</b> | <b>4,4</b> | <b>4,3</b>   | <b>4,7</b> |
| África subsahariana                                     | 5,2        | 4,8        | 4,9          | 5,2        |
| Nigeria                                                 | 5,4        | 6,1        | 4,8          | 5,2        |
| Sudáfrica                                               | 2,2        | 1,4        | 2,1          | 2,5        |
| América Latina y el Caribe                              | 2,8        | 1,2        | 1,3          | 2,3        |
| Brasil                                                  | 2,5        | 0,1        | 0,3          | 1,5        |
| México                                                  | 1,4        | 2,1        | 3,2          | 3,5        |
| Comunidad de Estados Independientes                     | 2,2        | 0,9        | -1,4         | 0,8        |
| Rusia                                                   | 1,3        | 0,6        | -3,0         | -1,0       |
| Excluido Rusia                                          | 4,3        | 1,5        | 2,4          | 4,4        |
| Economías emergentes y en desarrollo de Asia            | 6,6        | 6,5        | 6,4          | 6,2        |
| China                                                   | 7,8        | 7,4        | 6,8          | 6,3        |
| India                                                   | 5,0        | 5,8        | 6,3          | 6,5        |
| ASEAN-5 <sup>1</sup>                                    | 5,2        | 4,5        | 5,2          | 5,3        |
| Economías emergentes y en desarrollo de Europa          | 2,8        | 2,7        | 2,9          | 3,1        |
| Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán   | 2,2        | 2,8        | 3,3          | 3,9        |
| Arabia Saudita                                          | 2,7        | 3,6        | 2,8          | 2,7        |

Taula x : Creixement econòmic anys 2013 i 2014, i perspectives 2015 i 2016

Font: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, gener 2015

La caiguda del preu del petroli ha estat un dels elements factors més inesperats del 2014, tant per la seva intensitat com per la rapidesa en què s'ha produït: en sis mesos va caure un 50%. Les causes han estat diverses: menor demanda per alentiment d'algunes economies, major oferta per la proliferació del *fracking*, pressió d'Àrabia Saudita a l'OPEP per a mantenir el ritme de producció, les tensions geopolítiques a l'Orient mitjà,... Les conseqüències són principalment positives, especialment pels consumidors i pels marges empresarials en un moment de baix dinamisme econòmic. No obstant, té efectes negatius en països i sectors vinculats a la producció de petroli. Un preu baix comporta que algunes explotacions deixin de ser rendibles i redueix l'avantatge competitiu aconseguit amb la proliferació d'explotacions de shale gas, força extès als Estats Units.

### 3.1. Europa

A l'octubre Mario Draghi, president del Banc Central Europeu (BCE), resumia l'evolució de l'economia europea: «la recuperació és dèbil, fràgil i desigual». El conjunt de la Zona Euro va créixer a un ritme del 0.9% al 2014. Mentre països perifèrics com Espanya i Portugal van consolidar la seva sortida de la recessió, els pesos pesants d'Europa (Alemanya, França, Itàlia,...), més avançats en el cicle, donaven mostres de debilitat. S'evidenciava la vulnerabilitat davant factors d'instabilitat com el conflicte d'Ucraïna o la manca de cohesió en matèria fiscal. Les eleccions al parlament europeu van comportar una major presència de partits populistes i d'extrema dreta, una segona derivada del cost social de la crisi que no facilitarà el camí.

El BCE, responsable de mantenir una inflació controlada a nivells del 2%, ha hagut de fer front uns temors de deflació agreujats per la caiguda del preu del petroli. Al juny va aprovar mesures d'estímul no convencionals i al gener de 2015 va acordar iniciar un important programa de compra d'actius. Després de dos anys i mig d'aquell famós «faré el què calgui fer [per evitar la ruptura de l'euro] i, creguin-me, serà suficient», Draghi utilitzava el seu principal as amagat a la màniga venent l'oposició d'Alemanya, però demanant als estats reformes estructurals.

Les mesures del BCE van comportar una depreciació de l'euro respecte a altres divises, un element que, juntament amb l'abaratiment del preu del petroli, contribueix a millorar la competitivitat dels exportadors europeus.

Al 2014 s'ha fet efectiva la unió bancària. A l'octubre, després de la publicació dels stress test dels principals bancs sense sorpreses, el BCE en va assumir la supervisió. Malgrat la progressiva estabilització del sistema financer europeu, a l'agost el Banco Espírito Santo, la segona entitat financera de Portugal, va haver de ser rescatat per dificultats derivades de la seva matriu. La injecció de



4.900 milions d'euros es va sufragar mitjançant el remanent disponible de l'ajuda europea rebuda al 2011.

### 3.2. Estats Units

La conjuntura econòmica americana ha seguit millorant: la situació financera d'empreses i famílies és més sanejada, la confiança dels consumidors augmenta, el mercat immobiliari segueix mostrant símptomes favorables, l'atur es redueix,... El PIB americà va augmentar un 2,4% al 2014.

En aquest context, la Reserva Federal dels EE.UU. (Fed) va iniciar la normalització de la seva política monetària. A l'octubre va culminar la reducció progressiva de compres mensuals d'actius. Aquest mecanisme, conegut com a *Quantitative Easing*, ha multiplicat per cinc el balanç de la Fed des de l'inici de la crisi financera l'any 2008. A partir d'ara, la Fed estaria en disposició de començar a reduir el seu balanç, si ho considera oportú. Pel que fa a la possibilitat d'incrementar els tipus d'interès oficials, la Fed s'ha mostrat cautelosa. Segueix d'aprop diferents indicadors i, malgrat les enormes injeccions de liquiditat, la inflació es manté baixa. En tot cas, els inversors confien en una pujada dels tipus progressiva i mesurada, que no posi en risc el creixement econòmic.



Gràfic x: Evolució del balanç de la Fed i dels tipus d'interès oficials (2007-2014)

Font: Bloomberg

### 3.3. Japó

Al 2013 el govern de Shinzo Abe va posar en marxa un pla per reactivar l'economia nipona, immersa en una crisi persistent des d'inicis dels 90, i per

situar la inflació al 2%. Per aconseguir-ho, les mesures econòmiques i fiscals del Govern es coordinarien amb una política monetària ultra-expansiva.

Malgrat una primera reacció favorable de les dades macroeconòmiques i dels mercats financers, al 2014 aquesta evolució no s'ha consolidat. La pujada a l'abril de l'IVA japonès (del 5% al 8%) va afectar el consum i la *Abenomics* va requerir de nous estímuls monetaris. Així mateix, les eleccions anticipades van permetre confirmar el compromís de la ciutadania amb el pla endegat pel seu govern i amb les reformes estructurals que planteja. De moment el balanç del 2014 ha estat decebedor. L'economia ha crescut un 0.1% i la inflació, un cop descomptat l'efecte de l'IVA, ha quedat en terreny positiu però lluny de l'objectiu.

### 3.4. Mercat de bons

Des de la fallida de Lehman Brothers al 2008, els bancs centrals de les principals economies mundials han pres mesures sense precedents. Han actuat en diferents moments i intensitats, però en la mateixa direcció: ajudar a reconduir la manca de liquiditat, estimular el creixement baixant els tipus d'interès,... La novetat al 2014 ha estat que països com Regne Unit i Estats Units han iniciat un canvi de rumb de la política monetària, a un ritme molt mesurat i progressiu, mentre que el Bank of Japan i el BCE seguien impulsant polítiques laxes.

Les conseqüències en el mercat de renda fixa s'han fet notar i les TIRs han caigut fins a mínims històrics. Els tipus d'interès s'han reduït, tant a curt com a llarg termini. Així mateix, en el cas del deute emès en euros, els inversors han interpretat els missatges del BCE com un recolzament implícit al deute perifèric, de manera que les primes de risc han tendit a convergir a la baixa. A començaments de 2015 i segons un article de The Wall Street Journal<sup>1</sup>, un 34,8% dels bons sobirans s'estaven negociant amb una rendibilitat inferior a 0.1% o negativa.

---

<sup>1</sup> <http://www.wsj.com/articles/finland-pays-negative-yield-on-five-year-debt-1423057657>

|               | 1 any | 2 anys | 3 anys | 4 anys | 5 anys | 7 anys | 10 anys |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Alemanya      | -0,09 | -0,11  | -0,09  | -0,08  | 0,01   | 0,15   | 0,54    |
| Finlàndia     | -0,10 | -0,06  | -0,06  | -0,01  | 0,06   | 0,28   | 0,65    |
| Àustria       | -0,10 | -0,07  | -0,05  | -0,02  | 0,11   | 0,27   | 0,70    |
| Països Baixos | -0,09 | -0,06  | -0,04  | 0,01   | 0,10   | 0,28   | 0,67    |
| França        | -0,03 | -0,05  | -0,04  | 0,05   | 0,17   | 0,38   | 0,82    |
| Bèlgica       | -0,05 | -0,05  | -0,03  | 0,02   | 0,14   | 0,37   | 0,82    |
| Irlanda       | -0,01 | -0,01  | 0,24   | 0,33   | 0,39   | 0,57   | 1,24    |
| Espanya       | 0,28  | 0,38   | 0,56   | 0,67   | 0,86   | 1,13   | 1,60    |
| Itàlia        | 0,28  | 0,49   | 0,66   | 0,80   | 0,93   | 1,41   | 1,88    |

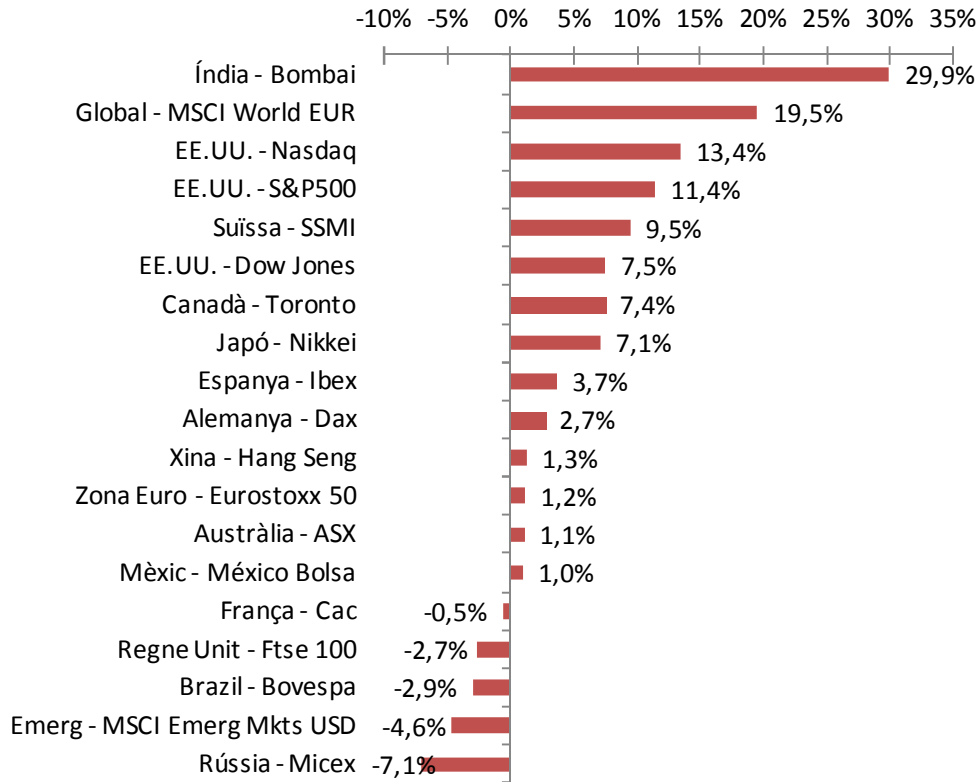
Gràfic x: Tipus d'interès bons sobirans en diversos venciments a 31-12-2014

Font: Bloomberg i elaboració pròpia

La inversió en actius monetaris i renda fixa denominada en euros, els principals actius del Fons de reserva, planteja reptes de futur. Els baixos nivells de TIR actuals comporten un menor cost de finançament per governs i empreses, i el BCE pretén que aquest efecte arribi també a Pimes i particulars. En canvi, des del punt de vista d'un inversor, el fet que comprar bons pugui suposar un cost és una anomalia que impulsa a assumir més risc en busca de rendibilitat. Això passa quan Europa segueix sense resoldre alguns problemes de fons i, malgrat les polítiques d'austeritat, el volum del deute públic ha seguit augmentant. És una situació inèdita i la seva durada és incerta. Hi tindran molt a dir els bancs centrals, l'evolució del creixement econòmic i les expectatives d'inflació.

### 3.5. Borses

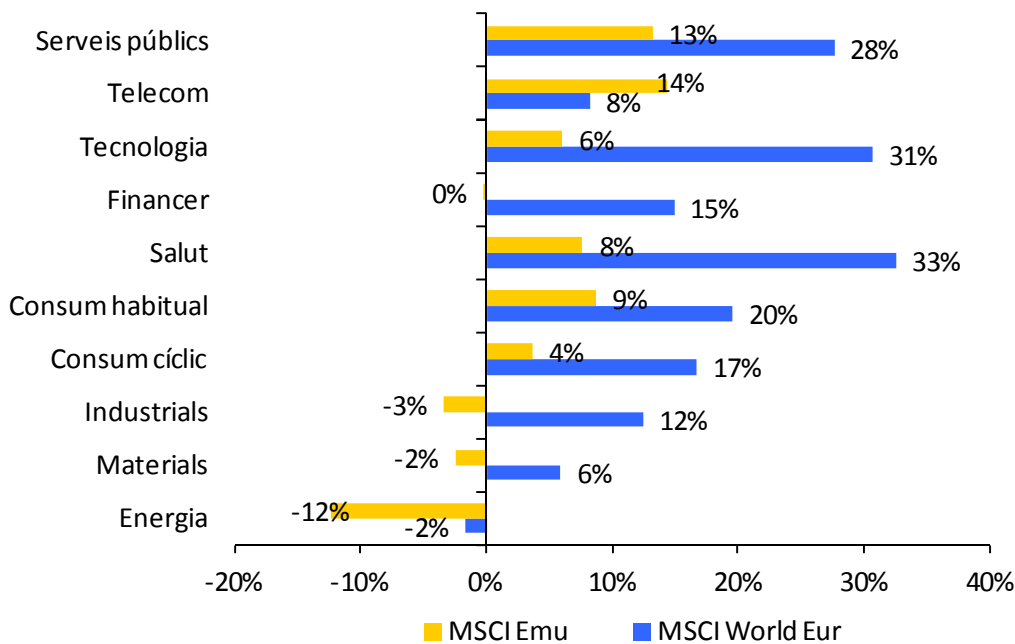
Les principals borses mundials han tancat el 2014 amb guanys desiguals. L'índex global MSCI World ha avançat un 19.5%, les borses nord-americanes s'han apreciat entre el 7.5% i el 13.4%, i les borses de l'Eurozona han tingut rendibilitats minses. Als mercats emergents, la disparitat ha estat encara més elevada.



Gràfic x: Variació de les borses al 2014, per països (en divisa local)

Font: Bloomberg i elaboració pròpia

Fins a l'estiu les borses van tendir a alça per l'expectativa d'una consolidació del creixement econòmic. Però les dades macroeconòmiques van decebre i es temia un alentiment o una nova recessió en zones vulnerables com Europa o alguns països emergents. La segona meitat de l'any va ser més volàtil i amb una elevada rotació sectorial. Però els missatges dels bancs centrals, la caiguda del preu del petroli i les ínfimes rendibilitats dels bons van contribuir a recolzar les borses.



Gràfic x: Variació de les borses al 2014, per sectors  
 Font: Bloomberg i elaboració pròpia

### 3.6. Divises

La divergència en les actuacions dels bancs centrals han incidit de forma important en l'evolució de les divises. Mentre a la Zona Euro i al Japó s'impulsaven mesures per injectar liquiditat a l'economia, als Estats Units i Regne Unit es plantejava l'abandonament progressiu dels estímuls i la laxitud monetària. Això s'ha traduït en una apreciació general de altres divises respecte l'euro i el ien. Per exemple, el dòlar americà s'ha apreciat un 13.26% respecte l'euro.



Gràfic X: Variació percentual de les principals divises respecte l'euro al 2014  
 Font: Bloomberg

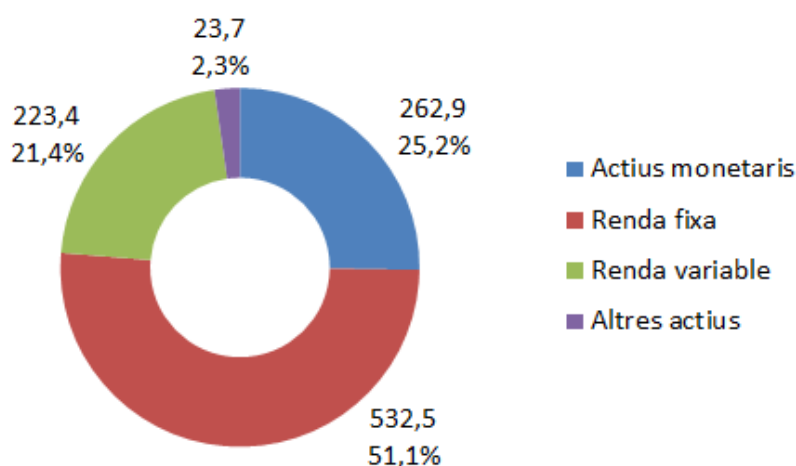
També s'han produït moviments de consideració en les divises emergents per causes diverses, com l'impacte negatiu de la caiguda del petroli (depreciació del ruble respecte l'euro -38.71%), la mala evolució de l'economia argentina (depreciació del peso respecte l'euro -12.77%) o el canvi de model econòmic de Xina (apreciació del renminbi respecte l'euro +10.5%).

#### 4. LA CARTERA D'INVERSIONS A 31/12/2014

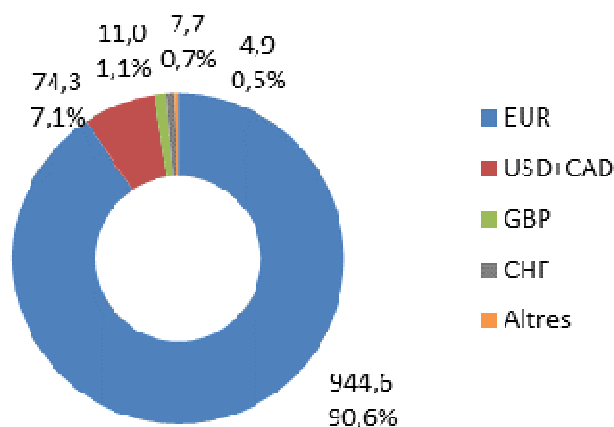
El patrimoni del Fons de reserva a 31/12/2014 és de 1.042,5 milions d'euros. El Fons s'inverteix a nivell global, a través dels mercats financers internacionals. La cartera està formada principalment per actius monetaris i actius directes (bons, accions,...) que cotitzen en mercats reglamentats. Algunes entitats complementen la cartera amb fons d'inversió.

L'euro és la divisa de referència de la cartera, en coherència amb la divisa dels fluxos de la branca jubilació i amb el perfil de risc del Fons de reserva. Els gestors poden invertir en divises diferents a l'euro, respectant els límits previstos.

##### 4.1. Distribució del patrimoni a 31/12/2014



Gràfic x: Distribució per tipus d'actiu, en milions " i en percentatge



Gràfic x: Distribució per tipus divises, en milions ” i en percentatge

#### 4.2. Actius monetaris

Els actius monetaris suposen el 25,2% del patrimoni del Fons de reserva. Es tracta de instruments financers a curt termini com dipòsits, comptes corrents, papers comercials, fons monetaris, etc.

| País       | Sobirà | Corporatiu | Fons monetaris | % Patrim |
|------------|--------|------------|----------------|----------|
| Andorra    | 0,6%   | 21,7%      |                | 22,4%    |
| Varis      |        | 0,0%       | 1,3%           | 1,3%     |
| França     |        | 0,7%       |                | 0,7%     |
| Holanda    |        | 0,4%       |                | 0,4%     |
| Japó       |        | 0,3%       |                | 0,3%     |
| Regne Unit |        | 0,2%       |                | 0,2%     |

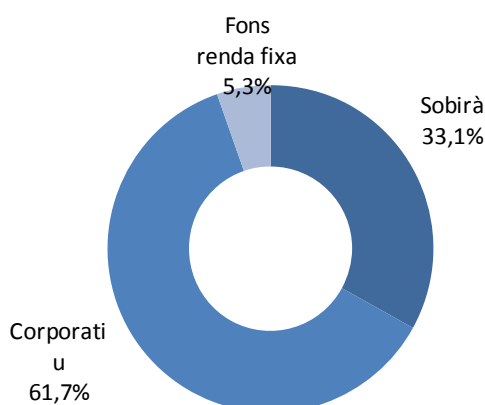
Taula x : Distribució dels actius monetaris, per país i tipus de emissor (en % sobre el patrimoni total del Fons de reserva)

Dels 262,9 milions d'euros d'actius monetaris, 202,9 milions d'euros formen part de les carteres gestionades per les entitats financeres. Els 60 milions d'euros restants són excedents de la branca jubilació pendents d'aplicació, els quals estan invertits a curt termini mitjançant dipòsits (53,5 milions d'euros) i deute públic d'Andorra (6,5 milions d'euros).

Al llarg de l'any 2014 el Fons de reserva ha rebut 28,1 milions d'euros d'excedents de la branca jubilació i ha aportat 32,1 milions d'euros a les carteres gestionades per les entitats financeres.

#### 4.3. Renda fixa

La renda fixa representa el 51,1% del patrimoni del Fons de reserva. Està formada principalment per bons i obligacions, tant de emissors sobirans com corporatius.

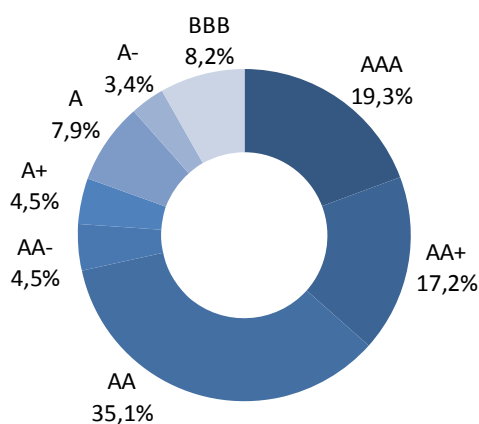


Gràfic x : Distribució de la renda fixa per tipus d'emissors

La cartera d'emissions de deute, sense considerar ni les posicions en derivats ni en fons de renda fixa, té les següents característiques:

|                 |          |
|-----------------|----------|
| Venciment mig   | 3,6 anys |
| Duració mitjana | 3,0 anys |
| TIR mitjana     | 0,4%     |
| Cupó mig        | 2,8%     |

El mandat permet les inversions en renda fixa fins a un ràting mínim de BBB-, i que tècnicament es coneix per *investment grade* o grau d'inversió. El mandat també imposa altres restriccions, les quals comporten un predomini de bons amb una qualitat creditícia elevada i una important diversificació. Això contribueix a limitar els riscos de la cartera però alhora, i donat l'actual context de tipus d'interès baixos, explica la baixa rendibilitat a venciment (TIR) de les emissions en cartera a tancament d'un any.



Gràfic x : Distribució de la renda fixa per ràtings



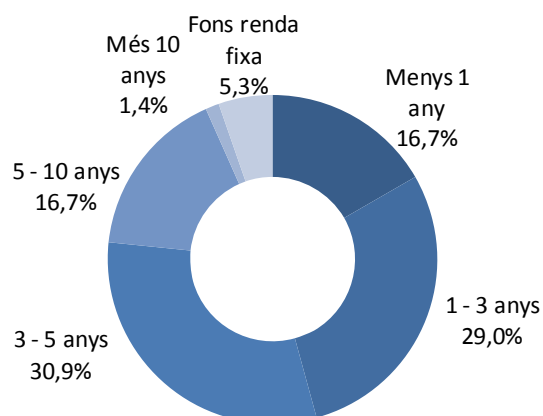
| <b>Emissor sobirà</b> | <b>Ràting</b> | <b>% Patrim</b> |
|-----------------------|---------------|-----------------|
| Supranacional         | AA+           | 4,5%            |
| França                | AA+           | 3,9%            |
| Alemanya              | AAA           | 1,8%            |
| Espanya               | BBB+          | 1,7%            |
| Bèlgica               | AA            | 1,7%            |
| Àustria               | AAA           | 0,8%            |
| Itàlia                | BBB+          | 0,8%            |
| Regne Unit            | AAA           | 0,6%            |
| Holanda               | AAA           | 0,5%            |
| Korea                 | AA-           | 0,3%            |

Gràfic x : 10 Principals emissors sobirans  
(en % sobre el patrimoni total del Fons de reserva)

| <b>Emissor corporatiu</b>    | <b>Ràting</b> | <b>% Patrim</b> |
|------------------------------|---------------|-----------------|
| General Electric             | AA+           | 3,3%            |
| Rabobank                     | A+            | 2,6%            |
| IPIC                         | AA            | 2,0%            |
| National Australia Bank      | AA-           | 1,7%            |
| Allianz                      | AA            | 1,2%            |
| Commonwealth Bk of Australia | AA-           | 1,1%            |
| Westpac Banking              | AA-           | 0,9%            |
| Aust & NZ Banking Group      | AA-           | 0,9%            |
| Goldman Sachs                | A-            | 0,8%            |
| Shell                        | AA            | 0,7%            |

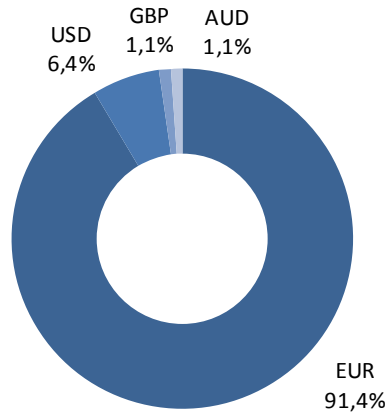
Gràfic x : 10 Principals emissors corporatius  
(en % sobre el patrimoni total del Fons de reserva)

Predominen els bons amb una duració igual o inferior a 5 anys. Al llarg del 2014 els gestors han utilitzat cobertures amb derivats per gestionar la sensibilitat de la cartera a les variacions dels tipus d'interès.



Gràfic x : Distribució de la renda fixa per duració

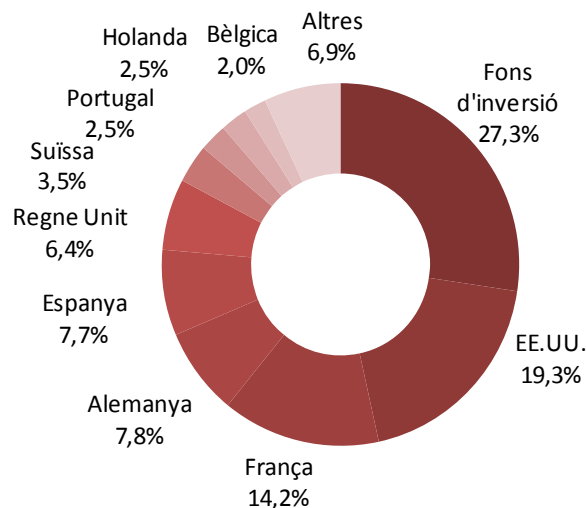
La major part de les inversions de renda fixa es realitzen mitjançant emissions de deute o fons d'inversió denominats en euros.



Gràfic x : Distribució de la renda fixa per divises

#### 4.4. Renda variable

La renda variable representa el 21,4% del patrimoni del Fons de reserva. Està formada principalment per accions cotitzades en mercats reglamentats (72.7%). La resta està invertida mitjançant fons d'inversió i ETFs (Exchange Traded Funds o fons d'inversió que repliquen un índex). També es permet l'ús de derivats, tant per a cobertura com per a inversió, sempre i quan l'exposició neta a borsa s'ajusti als límits previstos pel mandat.



Gràfic x : Distribució geogràfica de la renda variable

La diversificació és elevada, tal com reflecteix el fet que el total de posicions sigui de 277.

| <b>Companyia / Fons d'inversió</b> | <b>País</b> | <b>Sector</b>    | <b>% patrim</b> |
|------------------------------------|-------------|------------------|-----------------|
| AMUNDI INDX EQTY. N. AMERICA       | Luxemburg   | Fons d'inversió  | 0,40%           |
| PICTET JAPAN EQTY OPP              | Luxemburg   | Fons d'inversió  | 0,39%           |
| ARCELORMITTAL                      | Luxemburg   | Materials        | 0,34%           |
| SAFRAN SA                          | França      | Industrial       | 0,32%           |
| ISHARES MSCI WORLD UCITS ET        | Irlanda     | Fons d'inversió  | 0,32%           |
| VISA INC                           | EE.UU.      | Finances         | 0,30%           |
| BANK OF AMERICA CORP               | EE.UU.      | Finances         | 0,29%           |
| EBAY INC                           | EE.UU.      | Consum cíclic    | 0,29%           |
| MAPFRE SA                          | Espanya     | Finances         | 0,29%           |
| GEA GROUP AG                       | Alemanya    | Industrial       | 0,28%           |
| BARCLAYS PLC                       | Regne Unit  | Finances         | 0,28%           |
| VARENNE VALEUR-I                   | França      | Fons d'inversió  | 0,26%           |
| MERCK & CO. INC.                   | EE.UU.      | Consum no cíclic | 0,26%           |
| SWATCH GROUP                       | Suïssa      | Consum cíclic    | 0,26%           |
| CAIXABANK S.A                      | Espanya     | Finances         | 0,26%           |
| B.M.W.                             | Alemanya    | Consum cíclic    | 0,25%           |
| APPLE INC                          | EE.UU.      | Tecnologia       | 0,25%           |
| MICHELIN                           | França      | Consum cíclic    | 0,24%           |
| AMUNDI FDS-IDX EQTY USA            | Luxemburg   | Fons d'inversió  | 0,23%           |
| DBX ETF EMERGING MRKTS             | Luxemburg   | Fons d'inversió  | 0,22%           |

Taula x: Principals 20 posicions de la cartera de renda variable  
(en % sobre el patrimoni total del Fons de reserva)

#### 4.5. Altres actius

La cartera d'altres actius està formada per inversions que no poden ser considerades dins les tipologies d'actius descrites anteriorment. A 31/12/2014 suposa el 2,3% del patrimoni del Fons de reserva i està formada principalment per accions de empreses no cotitzades i per immobles. Degut a la seva naturalesa d'actius no cotitzats en mercats reglamentats, la valoració d'aquestes inversions es realitza segons un criteri de valor net comptable.

|                       | <b>Import Eur</b>    |
|-----------------------|----------------------|
| Béns immobles         | 22.426.961,46        |
| Altres béns tangibles | 943.998,54           |
| Capital risc          | 323.587,00           |
|                       | <b>23.694.547,00</b> |

Taula x : Distribució dels Altres actius

Des del 2009, no es permet incorporar noves inversions en aquest tipus d'actiu.

## 5. RESULTATS 2014

### 5.1. Rendibilitat

Al 2014 la rendibilitat del patrimoni financer del Fons de reserva ha estat de 2,92%. Aquesta dada és la rendibilitat neta de despeses bancàries i comissions de gestió del patrimoni financer, sense tenir en compte els actius valorats a valor net comptable. Al 2014, la renda fixa i la renda variable van contribuir de forma similar a la rendibilitat de la cartera.

El mandat compta amb un índex de referència o benchmark representatiu del comportament dels diferents actius invertibles i que permet remunerar als gestors amb una comissió d'èxit en cas que el superin. Tanmateix, no es demana als gestors que es posicionin com el benchmark, sinó en funció de les seves perspectives a nivell macroeconòmic i pels diferents tipus d'actiu. Al 2014 la rendibilitat de l'índex de referència ha estat de 4,91%.

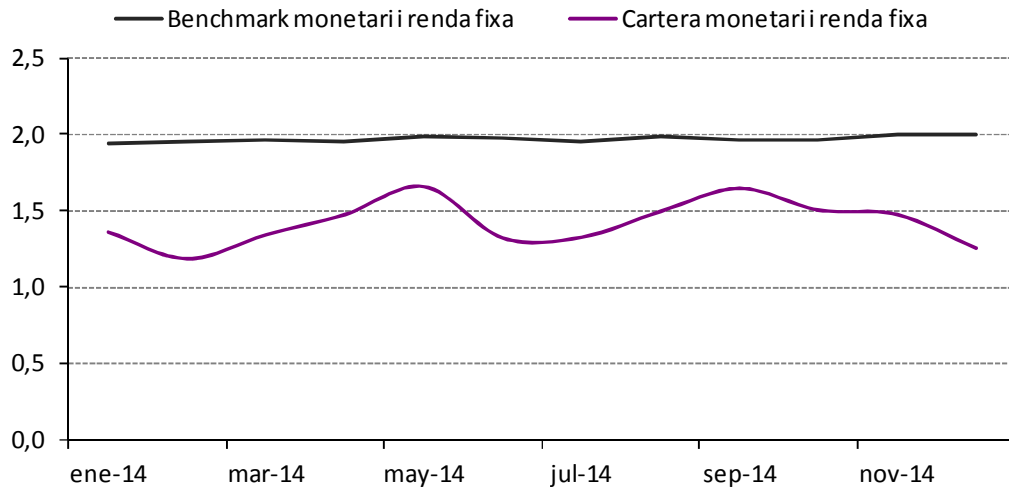
El diferencial entre la rendibilitat del Fons de reserva i del benchmark s'explica per diferents factors:

- Renda fixa i mercat monetari

La gestió ha estat encertada en general, amb sis dels vuit gestors amb un resultat superior a l'índex de referència d'aquest tipus d'actiu. Aquest resultat té una connotació positiva suplementària tenint en compte que els límits del mandat en renda fixa són més restrictius que l'índex de referència d'aquest actiu i, per tant, no permeten replicar-lo. Això ha tingut una incidència de 24 punts bàsics aproximadament.

S'ha mantingut una infraponeració dels actius de mercat monetari en favor dels actius de renda fixa.

Els gestors han estat prudents respecte a la duració, com mostra el fet que la cartera s'hagi mantingut amb una duració inferior al benchmark durant tot l'any. Durant el 2013 els tipus d'interès en euros havien assolit mínims històrics. A començaments del 2014 s'havien recuperat i el consens del mercat es mantenia atent a un possible repunt dels tipus per la millora del context macroeconòmic i per un gir en la política monetària als Estats Units. Finalment els tipus europeus van seguir caient, arribant nivells negatius en el bo alemany a 4 anys.



Gràfic X: Evolució de la duració de la cartera gestionada per les entitats financeres i del benchmark

La prudència en duració va ser compensada amb un posicionament ferm en crèdit i deute perifèric, aprofitant pràcticament fins al màxim els límits del mandat.

- Renda variable

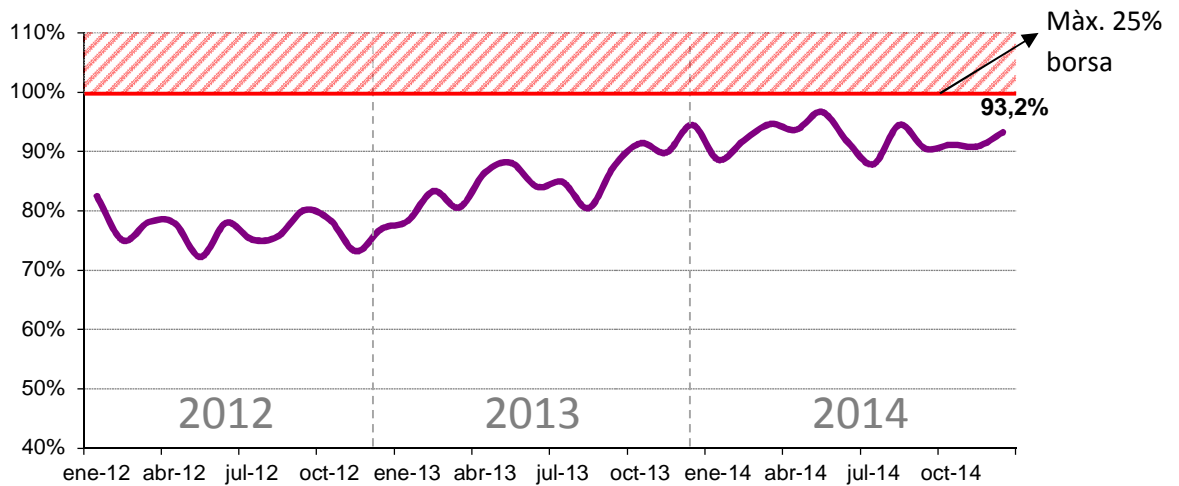
El 2014 ha estat un any difícil per la gestió activa de renda variable. Segons Morningstar, tan sol 4 de 120 fons d'inversió de gestió activa en borsa espanyola han superat l'índex IBEX35<sup>2</sup>. En borsa americana, el 13% dels fons han batut l'índex S&P500<sup>3</sup> i en borsa europea el 25%<sup>4</sup>.

Cap dels vuit gestors dels fons de reserva ha aconseguit superar el benchmark de renda variable al 2014. Han encertat en la decisió de estar més posicionats en aquest tipus d'actiu i alguns d'ells mantenint-se al màxim del 25% permès pel mandat durant tot l'any. Tanmateix, han penalitzat factors com la selecció d'actius o el posicionament geogràfic i sectorial.

<sup>2</sup> <http://www.morningstar.es/es/news/132884/2014-un-mal-a%C3%B1o-para-los-fondos-de-gesti%C3%B3n-activa-de-rv-espa%C3%B1a.aspx>

<sup>3</sup> <http://www.wsj.com/articles/index-funds-outshone-stock-pickers-in-2014-1420516880>

<sup>4</sup> <http://www.morningstar.co.uk/uk/news/133178/etfs-win-as-fund-managers-fail-to-outperform.aspx>

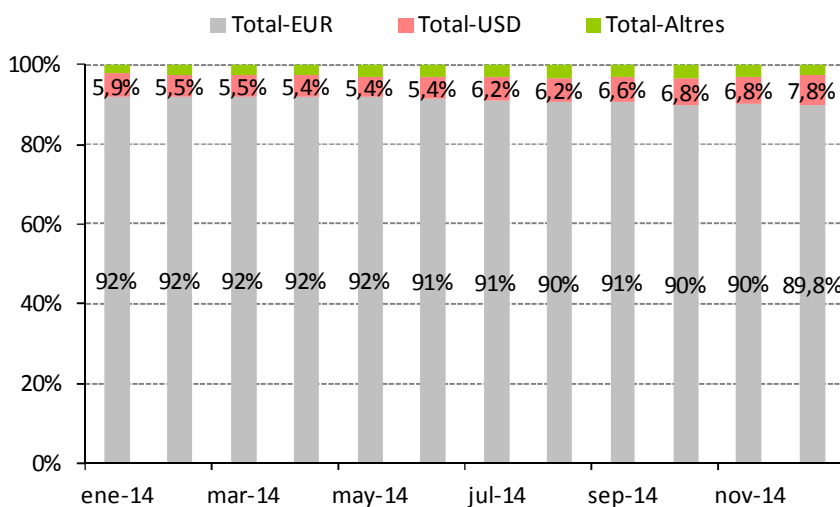


Gràfic X: Evolució de l'exposició a borsa de la cartera gestionada per les entitats financeres i el benchmark, anys 2012 . 2014.

- Divisa

La cartera del fons de reserva està denominada en euros i permet la inversió d'un màxim del 15% en divisa. La renda variable s'inverteix globalment i el benchmark incorpora l'efecte de divises estrangeres, principalment del dòlar americà. Al 2014 les divergències entre les polítiques monetàries ha comportat una apreciació del dòlar respecte a altres divises, mentre que l'euro s'ha depreciat. En concret, el dòlar s'ha apreciat un 13% respecte l'euro, fet que ha tingut un impacte favorable en la rendibilitat de l'índex de referència del fons d'un 1% aproximadament.

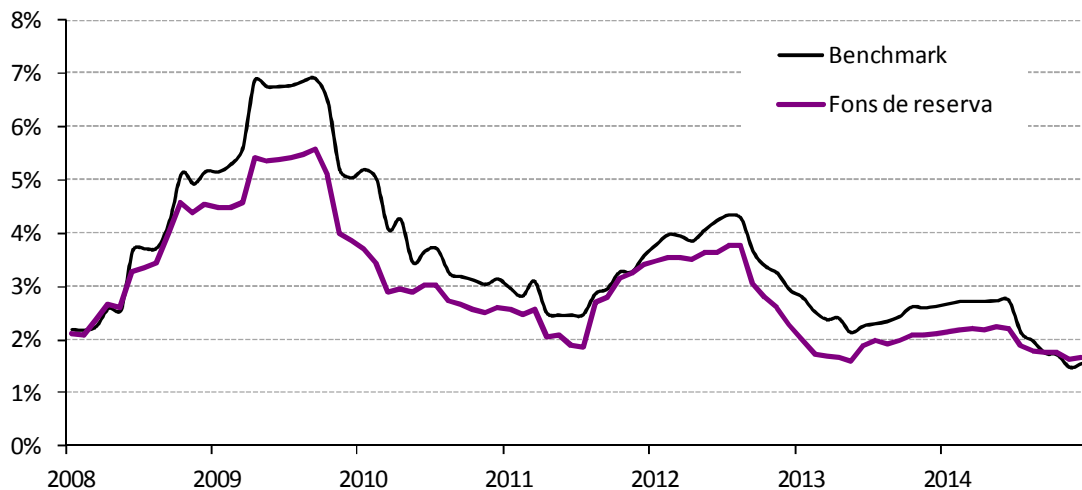
Els gestors del fons de reserva no han capturat la totalitat de l'apreciació de les divises respecte l'euro, malgrat a partir de l'estiu l'exposició a dòlar va augmentar progressivament fins a situar-se en línia amb el benchmark.



Gràfic X: Evolució de l'exposició a divisa de la cartera gestionada per les entitats financeres i el benchmark

## 5.2. Volatilitat

La volatilitat a 12 mesos dels actius financers del Fons de reserva a 31-12-2014 ha estat del 1,7%, lleugerament superior a la del benchmark (1,6%) per primera vegada des de finals de l'any 2008.



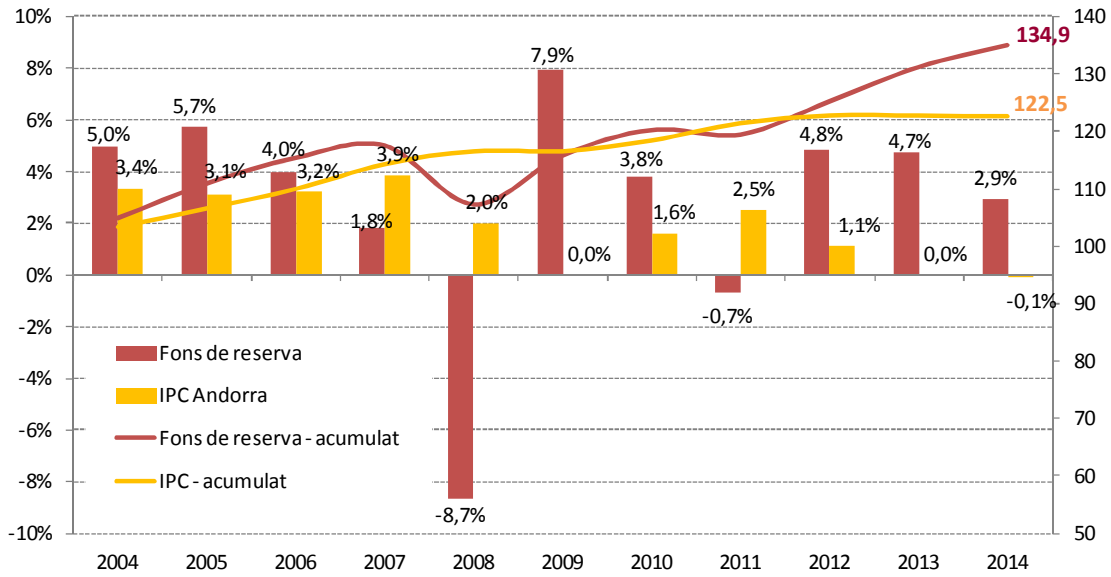
Gràfic X: Evolució de la volatilitat a 12 mesos del Fons i del benchmark

Des de l'esclat de la crisi financera, el Fons ha estat posicionat de manera defensiva respecte a l'índex. Al 2014 els gestors han seguit augmentant el pes en actius com la borsa o la divisa, fet que explica que la volatilitat del Fons s'hagi anat apropant a la del benchmark. Tanmateix, la volatilitat global del Fons ha estat baixa. En termes generals, els actius financers en què inverteix el Fons de reserva s'han comportat de manera més estable si es compara amb les seves pròpies mitjanes històriques al 2014.

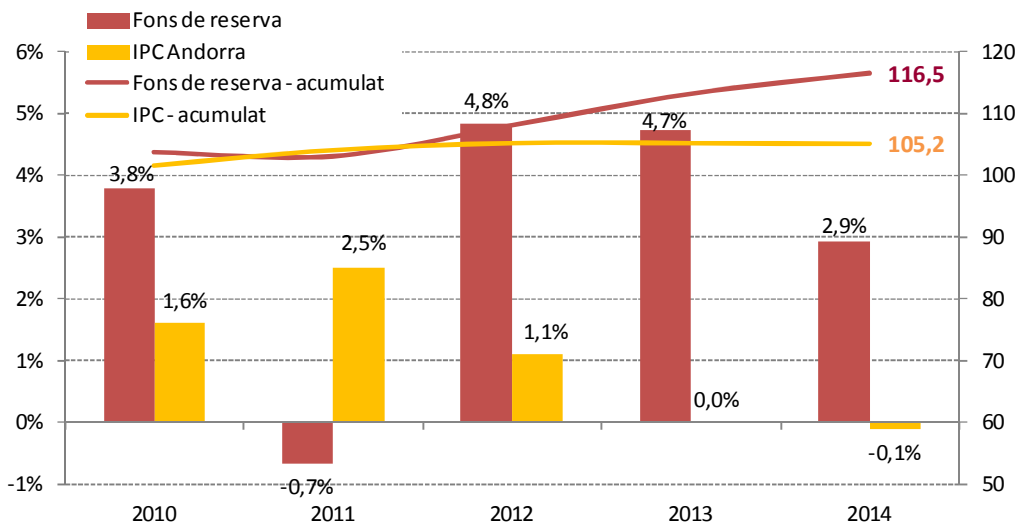
## 5.3. Rendibilitats històriques

El patrimoni del Fons de reserva està vinculat al sistema andorrà de pensions, és a dir, la branca jubilació de la CASS. Per tant, la visió a llarg termini dels seus resultats pren una rellevància especial.

Les dades de rendibilitat dels darrers 5 i 10 anys mostren que el Fons de reserva ha assolit un creixement per sobre de l'IPC de forma consistent, superant una de les crisis financeres més importants dels darrers cent anys.



Gràfic X: Rendibilitat anual i acumulada del Fons respecte la inflació, últims 10 anys



Gràfic X: Rendibilitat anual i acumulada del Fons respecte la inflació, últims 5 anys

## 6. WEB DEL FONS DE RESERVA

El 24 d'octubre de 2013 el Consell d'Administració de la CASS acordava la creació d'una web específica del fons de reserva de la branca jubilació.



La decisió tenia per objectiu donar visibilitat a una informació que ja estava disponible a la web de la CASS, mitjançant un format més amable pel públic en general. La comissió delegada i el Consell d'Administració de la CASS també van posar de manifest la importància d'afavorir la transparència sobre l'organització, el funcionament, les inversions i els resultats del fons de reserva, així com d'aproximar la realitat del fons de reserva a la societat andorrana. Aquesta iniciativa s'emmarca en les recomanacions d'organismes internacionals com l'AISS (Associació Internacional de Seguretat Social) o l'OCDE, i en les pràctiques observades en altres fons de reserva públics.

La web del Fons de reserva ([www.fonsdereserva.ad](http://www.fonsdereserva.ad)) va ser presentada i publicada a internet el dia 17 de juny de 2014. Les dades que conté s'actualitzen trimestralment.



The screenshot shows the website's header with the CASS logo (CASS - caixa andorrana seguretat social) and the title 'Fons de reserva de la branca jubilació'. The navigation menu includes 'Inici', 'Presentació', 'Organització', 'Inversions', 'Publicacions', and 'Enllaços'. The main content area features a central image of hands being held together, with the text: 'El Fons de reserva és un patrimoni format pels excedents que genera el sistema de pensions andorrà.' Below this, there are four sections: 'Presentació', 'Organització', 'Inversions', and 'Publicacions', each with a brief description and a list of sub-topics.

**Presentació**  
Andorra té un sistema de pensions propi, administrat per la CASS. Des de la seva creació l'any 1968, més de 109.000 persones han generat el dret a percebre una prestació de jubilació. Al Fons de reserva s'hi acumulen els excedents que genera el sistema de pensions andorrà.

**Organització**  
El Consell d'Administració de la CASS és l'òrgan de govern del Fons de reserva. Estableix els criteris d'inversió amb el recolzament d'una comissió d'experts i n'informa al Govern d'Andorra.

- Organització interna
- Seguiment i control

**Inversions**  
El Fons de reserva té per objectiu atendre les necessitats futures de la branca jubilació de la CASS. La gestió del Fons de reserva pretén obtenir rendibilitats adequades mig i llarg termini, que reverteixin en els cotitzants de la CASS i que contribueixin a allargar la vida del propi fons.

- Els principis d'inversió
- La política d'inversió
- Les inversions
- La rendibilitat.

**Publicacions**  
Segueixi l'evolució del Fons de reserva. La informació sobre tot el que afecta al Fons de reserva a la seva disposició.

- Mandat de gestió
- Infomes trimestrals
- Comptes anuals
- Estudi actuanal
- Legislació

Gràfic X: Pàgina d'inici de la web del Fons de reserva

## 7. FUTUR DEL FONS DE RESERVA

### 7.1. Aprovació de la Llei 6/2015 del Fons de reserva de jubilació

El 15 de gener de 2015 el Consell General va aprovar la Llei 6/2015 del Fons de reserva de jubilació, donant compliment a la disposició final segona de la Llei 17/2008 de la seguretat social, que preveia el desenvolupament d'una regulació específica sobre el Fons de reserva. Amb la seva entrada en vigor el 12 de febrer de 2015, s'inicia una nova etapa pel Fons de reserva.

La Llei preveu la constitució del Fons de Reserva de jubilació com una nova entitat de dret públic, amb patrimoni i personalitat jurídica propis, dedicat a la gestió del patrimoni que li confereix la branca jubilació de la Caixa Andorrana de Seguretat Social en interès dels seus beneficiaris. Això implicarà la creació d'uns òrgans de govern propis. D'una banda el Consell d'Administració del Fons, format pels membres del Consell d'Administració de la CASS. I d'altra banda la Comissió Gestora, composta per cinc persones de perfil tècnic, dues d'elles en qualitat d'experts independents. El Consell d'Administració serà el responsable d'aprovar la estratègia d'inversió i els comptes anuals del Fons, així com de supervisar-ne la gestió mitjançant la recepció d'informació periòdica per part de la Comissió Gestora. Aquesta comissió assumirà funcions executives i serà la responsable de la implementació de la estratègia d'inversió.

La Llei fixa un marc legal pels principals aspectes de la estratègia d'inversió del Fons. Defineix uns principis d'inversió, uns criteris generals de la política d'inversió, un univers d'actius aptes per la inversió, els criteris de valoració dels actius,... També regula qüestions relatives a les entitats gestores i dipositàries dels actius del Fons.

Finalment, la Llei estableix uns mecanismes de seguiment i control del Fons de reserva per part del Tribunal de Comptes i d'auditors externs, i preveu unes obligacions d'informació al Govern, al Consell General i a la ciutadania.

En el moment de redacció d'aquest document, els òrgans de govern del nou ens públic estan en procés de creació. Per tant, el Fons de reserva de jubilació ha començat a caminar. Amb el recolzament d'un marc legal específic, el Fons podrà seguir avançant cap a una major professionalització, independència i eficiència en la gestió del seu patrimoni. Aquests elements prenen una rellevància especial en una etapa en què el volum del Fons ja supera els mil milions d'euros i en què la responsabilitat que comporta la seva gestió requereix el màxim rigor i transparència.

## 7.2. Sostenibilitat a llarg termini de la branca jubilació

El Fons de reserva és un patrimoni format a través de les cotitzacions de la branca jubilació de la CASS. La seva funció és canalitzar aquest estalvi cap a unes inversions adequades, per tal d'atendre pagaments de prestacions contributives de la branca jubilació quan sigui necessari. Així doncs, els

resultats d'aquestes inversions reverteixen en els beneficiaris de la branca jubilació de la CASS. Però la gestió d'aquest patrimoni, per si sola, no és suficient per reconduir la situació del sistema de pensions andorrà.

El dia 24 de juliol de 2014 el Consell General va aprovar la Llei 18/2014 de modificació de la Llei 17/2008 de la seguretat social, la qual entrarà en vigor l'1 de març de 2015. Algunes de les reformes que introdueix, incideixen favorablement en l'allargament de la vida de la branca jubilació. Entre elles, la nova distribució de la cotització a la CASS. Fins a la data, la cotització total de l'empresari i el treballador ascendia al 20% del salari i es repartia a parts iguals entre la branca general i la branca jubilació. Amb la nova Llei, la branca jubilació passarà a rebre el 12% i la branca general rebrà el 8% restant. També s'ha modificat la rendibilitat dels punts futurs per a pensions elevades, s'ha introduït la possibilitat de desvincular la pensió de la inflació, estableix l'obligació per part del Govern de cobrir els dèficits, etc. Les reformes endarreriran el moment en què calgui recórrer al Fons de reserva per pagar les pensions, però no resolen la sostenibilitat del sistema a llarg termini. A Andorra, al igual que en altres països del sud d'Europa, l'estalvi destinat a pensions es concentra en la pensió pública o primer pilar. En el nostre cas, la branca jubilació és un sistema de pensions que es va crear fa més de quaranta anys i que pràcticament no s'ha modificat, no s'ha adaptat a una realitat demogràfica que ha variat de forma substancial. En altres països europeus la pensió pública es complementa amb dos pilars addicionals: els plans de pensions de les empreses i els plans de pensions individuals. També s'han creat sistemes de capitalització públics paral·lels al sistema de repartiment. Més enllà de quin sigui el camí, són decisions que requereixen visió de llarg termini, en un moment econòmicament poc favorable. Tanmateix, totes depèn la sostenibilitat del sistema públic de pensions.

Al 2015 es durà a terme un nou estudi actuarial, que recollirà l'entrada en vigor de les reformes i permetrà estimar-ne l'impacte. Aquesta eina es basa en diferents hipòtesis (evolució demogràfica, creixement econòmic, tipus d'interès,...) per projectar quina serà l'evolució futura dels ingressos i despeses de la branca jubilació. Aquesta és una informació rellevant per a la gestió del fons, ja que condiciona l'horitzó temporal de les inversions i permet adequar-les als fluxos previstos. En tot cas, serà una anàlisi a realitzar en el marc d'una nova etapa pel Fons de reserva i de la mà del nou ens gestor.

**ANNEX A**

**Informe de procediments acordats de Deloitte sobre el fons de reserva de la branca jubilació de la CASS**

(adjuntar l'informe .pdf de 8 pàgs signat per l'auditor)

## ANNEX B

# Política d'Inversió del mandat de gestió del fons de reserva de la branca jubilació de la CASS

## 1- Perfil de risc

| Perfil conservador |                                 |
|--------------------|---------------------------------|
| Renda variable     | (Mínim del 0%; màxim del 25%)   |
| Renda fixa         | (Mínim del 65%; màxim del 100%) |
| Altres actius      | (Mínim del 0%; màxim del 10%)   |

## 2- Mesurament de resultats: benchmark

L'índex de referència, definit a continuació, s'interpreta com una mesura del rendiment. L'objectiu d'aquest índex no és la seva rèplica. L'índex ha de servir per a què els gestors tinguin un indicatiu de la rendibilitat que han de batre, i puguin invertir en els actius que creguin més adients respectant els límits del mandat.

| TIPUS D'ACTIU        | ÍNDEX DE REFERÈNCIA                                                                                                                                                |
|----------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Renda fixa (65%)     | 50% - Euro Cash Indices LIBOR Total Return 3 Months: ECC0TR03 Index <sup>5</sup><br>50% - Bloomberg/EFFAS Bond Indices Euro Govt 3-5 Yr: EUG2TR Index <sup>1</sup> |
| Renda variable (25%) | 50% - MSCI Daily TR Net World EUR: NSESWRLD Index <sup>1</sup><br>50% - MSCI Daily TR Net EMU Local: NDDLEMU Index <sup>1</sup>                                    |
| Altres actius (10%)  | Euro Cash Indices LIBOR Total Return 3 Months: ECC0TR03 Index <sup>1</sup>                                                                                         |

El càlcul del benchmark es farà rebalancejant diàriament els pesos establerts en el mandat. A final de cada mes, es calcularà la rendibilitat del benchmark punt a punt i des de principis d'any. La rendibilitat mensual s'obté a partir de la fórmula següent:

$$\left( \left( \frac{\text{Patrimoni}_{-n}}{\text{Patrimoni}_{-n-p}} \right) - 1 \right) * 100$$

on n és el patrimoni del mes en qüestió

on p és el patrimoni del mes anterior a n

<sup>5</sup> Codi Bloomberg

### 3- Limitacions

Es detallen, en aquest apartat, els límits del mandat. Aquests límits tenen, com a principal objectiu, diversificar les carteres i controlar la concentració d'actius per reduir el risc.

#### a. Concentració màxima per emissor: inversió màxima autoritzada

- i. **Renda variable:** el màxim que es pot invertir en un actiu de renda variable és un 10% del màxim autoritzat en renda variable. Per tant, essent un 10% del 25% de renda variable, no es pot tenir més d'un 2,5% del total de la cartera invertit en un sol títol o actiu de renda variable.

En l'actiu de renda variable que repliqui un índex de renda variable, es podrà invertir fins a un 25% del màxim autoritzat en renda variable. Per tant, essent el 25% del 25% de renda variable, no es pot tenir més d'un 6,25% del total de la cartera invertit en un actiu de renda variable que repliqui un índex de renda variable. En aquests casos, si la inversió es fa a través d'un fons d'inversió o d'un ETF (Exchange Trade Fund), cal que l'actiu en qüestió tingui els actius de l'índex que replica comprats en el seu subjacent.

- ii. **Renda fixa:** el màxim que es pot invertir en un actiu de renda fixa és un 10% del mínim autoritzat en renda fixa. Per tant, essent un 10% del 65% de renda fixa, no es pot tenir més d'un 6,5% del total de la cartera invertit en un sol actiu de renda fixa.

Aquest límit té un tractament diferenciador entre els instruments de renda fixa emesos pels governs i els emissors privats. Quan es tracta d'una emissió pública, el màxim que es pot invertir és un 6,5% del total de la cartera per emissió (10% del mínim autoritzat en renda fixa) En canvi, quan es tracta de renda fixa privada, el màxim en el qual es pot invertir és un 6,5% del total de la cartera per emissor (10% del mínim autoritzat en renda fixa).

El límit per invertir en un fons d'inversió o un ETF (Exchange Trade Fund) en renda fixa segueix sent el 6,5% del total de la cartera. En aquests casos, si la inversió es fa a través d'un fons d'inversió o d'un ETF (Exchange Trade Fund), cal que l'actiu en qüestió tingui els actius de renda fixa comprats en el seu subjacent.

#### b. Concentració màxima per emissor: ràtings i tipus de valors/actius

- i. **Renda variable:** es pot invertir en qualsevol valor o instrument negociat en mercats organitzats. Poden ésser fons d'inversió o IIC (Institucions d'inversió Col·lectiva) que cotitzin en mercats regulats i amb valor

liquidatiu diari. També es pot invertir en ETF, amb les condicions esmentades al punt 3.a.i.

- ii. **Renda fixa:** es pot invertir en qualsevol instrument de renda fixa que cotitzi en mercats organitzats i que compleixi, com a mínim, un dels tres ràtings següents ja sigui en el curt termini com en el llarg termini:

|               | Standard & Poor <sup>s</sup> | Moody <sup>s</sup> | Fitch Ràtings |
|---------------|------------------------------|--------------------|---------------|
| Curt termini  | A-1+                         | P-1                | F1+           |
| Llarg termini | AA                           | Aa2                | AA            |

Tant el ràting de l'emissor com el de l'emissió han de complir, com a mínim, un dels aquests ràtings mínims.

No obstant això, si el ràting emissor no compleix un dels tres ràtings anteriorment esmentats però l'emissió compleix perquè està garantida per un govern, entra en el mandat, sempre i quan el ràting del país compleixi amb un dels ràtings mínims de la taula anterior.

En el cas dels fons d'inversió, les limitacions de ràting anteriorment esmentades afecten al ràting mig del fons d'inversió.

- iii. **Fons d'inversió i ETF:** en cap cas, la inversió de la CASS dins d'un fons d'inversió, ja sigui dins de la categoria de renda fixa o renda variable o altres actius, podrà superar el 3% del patrimoni total del fons. El mateix tractament s'aplicarà als ETFs que inverteixin en actius de renda variable o de renda fixa.

### c. Productes derivats

- i. **De cobertura:** la seva utilització no té límit.
- ii. **D'inversió:** els productes derivats d'inversió han de limitar-se als percentatges màxims de concentració definits anteriorment (veure punt a i b).  
En renda fixa: el màxim és un 6,5% del total de la cartera (10% del mínim autoritzat en renda fixa).

En renda variable, el màxim és un 2,5% del total de la cartera (10% del màxim autoritzat en renda variable). En el cas que el subjacent sigui un índex borsari, el màxim autoritzat és un 6,25% del total de la cartera (25% del màxim autoritzat en renda variable).

Tanmateix, pel que fa als límits en productes derivats, cal analitzar sempre el subjacent i comprovar que el mercat on cotitza té una liquiditat acceptable.

La filosofia d'inversió de la CASS no contempla la inversió en instruments que tenen un risc molt més elevat del que s'havia previst en un inici. No s'accepten inversions com CDS, PPO, CDO, CPDO i altres estructures que han demostrat ésser molt més arriscades del que havia semblat en un inici.

#### **d. Divises**

- i. **Moneda de referència:** Euro.
- ii. **Altres divises:** es pot tenir en altres divises, com a màxim, un 15% de la cartera sense cobrir. Les divises en les quals es pot invertir sense cobrir la divisa són: dòlar americà, dòlar canadenc, dòlar australià, ien japonès, lliura esterlina, franc suís, corona danesa, corona sueca i corona noruega. És molt important, en aquest punt, entendre que les inversions no resten limitades en aquestes divises. El gestor pot invertir en altres divises però té, com a obligació, el cobriment de la divisa per evitar el risc del tipus de canvi.

**e. Altres actius: no s'autoritza la compra d'altres actius fins a nova notificació.**

**f. Inversions no autoritzades: capital risc, inversió immobiliària i commodities**

#### **4- Revalorització dels actius**

En el cas de xcedir els màxims establerts en el mandat per revalorització dels actius, es tindrà un màxim de trenta dies naturals per tornar als límits establerts en el mandat.

#### **5- Valoració dels actius**

Qualsevol actiu de la cartera ha de estar valorat a preu de mercat, entenent-se, com a preu de mercat, el preu en el qual es pot comprar o vendre un actiu.



## 6- Retribució a la gestió

La comissió de gestió té una part mínima fixa i una part variable.

**a) Comissió fixa:** és d'un 0.15% anyal. Es cobra independentment de la rendibilitat de la cartera respecte l'índex de referència. A finals de cada trimestre s'efectua un càrrec del 0.0375%. La base pel seu càlcul serà la mitjana del valor patrimonial diari del trimestre corresponent.

**b) Comissió variable:** es mesurarà a finals de l'any, en funció de la rendibilitat obtinguda respecte l'índex de referència. Aquesta és la fórmula a aplicar:

$$\text{Comissió\_d'èxit} = ((R_C - R_B) \times 10\%)$$

on  $R_C$  és rendibilitat cartera després comissions  
 $R_B$  és la rendibilitat del benchmark

El resultat obtingut s'aplica sobre la mitjana de saldos diaris de tot l'any.

Si la rendibilitat de la cartera és positiva, la comissió d'èxit no té límit superior. En canvi, si la rendibilitat de la cartera és nul·la o negativa, el límit màxim de la comissió d'èxit és un 0,10% del capital mig. Per tant la comissió màxima total serà d'un 0,25%.

## 7- Costos operatius màxims

Veure Annex 1

## 8- Procediment per acceptar esmenes fora de mandat

Es proposa que les entitats puguin enviar a la CASS les esmenes que no estiguin permeses en el mandat però que l'entitat consideri oportunes i necessàries per una millor gestió. En qualsevol cas, la forma de procedir serà la següent:

1/ L'entitat bancària formula per escrit la seva sol·licitud a la Comissió Delegada pel Seguiment dels Fons de Reserves de la CASS. La sol·licitud s'envia a la CASS, a l'atenció del coordinador/a de la Comissió Delegada.

2/ Un cop la carta rebuda, la Comissió Delegada analitza la proposta i emet una opinió argumentada al Consell d'Administració amb l'objectiu d'informar dels avantatges i inconvenients que es puguin derivar de la proposta del banc.

3/ El Consell d'Administració analitza l'informe de la Comissió Delegada i decideix sobre l'acceptació de l'excepció.

4/ Posteriorment, la Comissió Delegada transmet la decisió final del Consell d'Administració a l'entitat en qüestió. La carta s'arxiva a la CASS i queda constància en el registre de sortida.

## **9- Entrega del tancament mensual**

Les entitats presenten a la CASS, durant els primers deu dies hàbils del mes següent, el tancament del mes anterior de la cartera. La informació que ha de presentar l'entitat a la CASS inclou:

- la situació de la cartera a l'últim dia del mes,
- els moviments i detall de totes les operacions realitzades en el compte corrent al llarg del mes,
- el quadre de comandament.

## Annex 1: Costos operatius màxims

|                                                           | ENTITATS EXTERNES             | PROPI BANC                       |
|-----------------------------------------------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| COMPRA / VENDA D'ACCIONS (INCLÒS BROKERATGE I LIQUIDACIÓ) | 0,15%                         | 0%                               |
| COMPRA / VENDA DE DIVISES                                 | 0%                            | 0%                               |
| COMPRA / VENDA D'OBLIGACIONS                              | 0%                            | 0%                               |
| COMPRA / VENDA DE DERIVATS                                | ANNEX 3                       | 0%                               |
| COMPRA / VENDA DE DERIVATS OTC                            | 0%                            | ANNEX 2                          |
| PRODUCTES ESTRUCTURATS                                    | SENSE COMISSIÓ DE COL-LOCACIÓ | SENSE COMISSIÓ DE COL-LOCACIÓ    |
| DIPÒSITS TRESORERIA                                       | ----                          | SENSE DIFERENCIAL                |
| CUSTÒDIA DE TÍTOLS R.V ESPANYOLA S/ NOMINAL (1)           | ----                          | 0,10%                            |
| CUSTÒDIA DE TÍTOLS R.V. INTERNACIONAL S/ EFECTIU (1)      | ----                          | 0,10%                            |
| CUSTÒDIA DE TÍTOLS R.F. S/ NOMINAL (1)                    | ----                          | AIAF 0,10% - RESTA 0,20%         |
| COMISSIONS DE MANTENIMENT DE COMPTE                       | ----                          | 0%                               |
| COMISSIONS DE SUSCRIPCIÓ DE FONS D'INVERSIÓ               | 0% - (2), (3)                 | 0%                               |
| COMISSIONS FIXES FONS D'INVERSIÓ (2)                      | LES DEFINIDES AL FONS - (3)   | 0% - (4)                         |
| COMISSIONS VARIABLES FONS D'INVERSIÓ                      | LES DEFINIDES AL FONS - (3)   | 0% - (4)                         |
| RETRIBUCIÓ COMPTE CORRENT PER DIVISA EURO                 | ----                          | EONIA SENSE DIFERENCIAL          |
| RETRIBUCIÓ COMPTE CORRENT PER DIVISA DÒLAR                | ----                          | US LIBOR 1 DIA SENSE DIFERENCIAL |
| INTERESSOS DEUTORS PER DESCOBERTS EN COMPTE               | ----                          | 0%                               |

(1) No es cobra comissió pel cobrament de dividendes o cupons.

(2) Preferentment classe Institucional.

(4) Retrocessió a la CASS de la comissió de gestió.

## Annex 2: Comissions màximes per operativa de compra i venda de dipòsits OTC

### - Futurs sobre divisa (OTC):

0,2 % del valor del subjacent en venciments fins a 6 mesos, o 0,3 % en venciments superiors a 6 mesos. No es cobra cap comissió, ni cap altre cost de liquidació.

### - Opcions sobre divisa (OTC):

0,2 % del valor del subjacent en venciments fins a 6 mesos que es suma al preu de mercat de la prima tancat per Tresoreria, i 0,3 % en el cas de venciments superiors als 6 mesos.

### - Opcions Índex de Renda Variable (OTC):

0,2 % del valor del subjacent en venciments fins a 6 mesos que es suma al preu de mercat de la prima tancat per Tresoreria, i 0,3 % en el cas de venciments superiors als 6 mesos.

### Annex 3: Relació de comissions màximes per compra i venda de derivats en funció del mercat

| Compra/Venda Derivats |                                  | Comissió per cada contracte |          |
|-----------------------|----------------------------------|-----------------------------|----------|
| Codi Mercat           | Nom Borsa                        | Moneda                      | Comissió |
| AEX                   | Futurs Índex / Opcions s/Accions | EUR                         | 7        |
| BDP                   | Derivats de Porto                | EUR                         | 3        |
| CBO                   | Chicago Board Options Ex.        | USD                         | 5        |
| CBT                   | CBOT                             | USD                         | 5        |
| CME                   | CME                              | USD                         | 5        |
| CMX                   | Commodity Exchange Inc.          | USD                         | 8        |
| ERS                   | Opcions Alemanyes                | EUR                         | 3        |
| ERX                   | Futurs Índex / Opcions Alemanyes | EUR                         | 3        |
| ERX                   | Futurs Índex / Opcions Alemanyes | CHF                         | 5        |
| FNX                   | FINEX (NYBOT)                    | USD                         | 10       |
| FNW                   | FINEX (NYBOT)                    | JPY                         | 5.000    |
| HKF                   | Hong Kong Futures Exchange       | HKD                         | 150      |
| LIF                   | LIFFE                            | EUR                         | 5        |
| LIF                   | LIFFE                            | GBP                         | 3        |
| LME                   | London Metal Exchange            | USD                         | 10       |
| MEV                   | MEFF M. ESP. FUTUROS             | EUR                         | 1        |
| MEW                   | NEW X Futurs / Opcions           | EUR                         | 5        |
| MIL                   | Milà                             | EUR                         | 7        |
| MIX                   | Derivats Mercat Italià (Milà)    | EUR                         | 3        |
| MNP                   | MONEP - Futurs CAC40             | EUR                         | 3        |
| MNP                   | MONEP - Futurs CAC40             | EUR                         | 3        |
| NYM                   | New York Mercantile Ex.          | USD                         | 10       |
| OSE                   | OSE                              | JPY                         | 5.000    |
| PHL                   | Philadelphia                     | USD                         | 5        |
| SGX                   | SGX                              | USD                         | 8        |
| TSE                   | Tokyo Stock Exchange             | JPY                         | 6.000    |

## Addenda: limitacions en mercat monetari i renda fixa

A partir de març de 2012 i de forma temporal, entra en vigor una ampliació de l'univers d'inversió en termes de ràting.

- Les limitacions a contemplar es resumeixen en el quadre següent:

|                     | MONETARI                 |                | OBLIGACIONS    |                | OBLIGACIONS     |                | OBLIGACIONS        |                |
|---------------------|--------------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|--------------------|----------------|
|                     | ràting mín P-1, A-1 o F1 |                | ràting fins AA |                | ràting AA- / A- |                | ràting BBB+ / BBB- |                |
|                     | % RF                     | Total Cart.    | % RF           | Total Cart.    | % RF            | Total Cart.    | % RF               | Total Cart.    |
| Emissor Govern      | 20%                      | <b>13,00%</b>  | 20%            | <b>13,00%</b>  | 10%             | <b>6,50%</b>   | 4%                 | <b>2,60%</b>   |
| Emissió Govern      | 10%                      | <b>6,50%</b>   | 10%            | <b>6,50%</b>   | 5%              | <b>3,25%</b>   | 2%                 | <b>0,98%</b>   |
| Emissor Corporatiu  | 10%                      | ④ <b>6,50%</b> | 10%            | ③ <b>6,50%</b> | 4%              | ② <b>2,60%</b> | 2%                 | ① <b>0,98%</b> |
| Emissió Corporativa | 5%                       | <b>3,25%</b>   | 5%             | <b>3,25%</b>   | 4%              | <b>2,60%</b>   | 2%                 | <b>0,98%</b>   |
| Covered bonds       | ----                     | ----           | 5%             | <b>3,25%</b>   | 0%              | <b>0%</b>      | 0%                 | <b>0%</b>      |
| Risc país           | 30%                      | <b>19,50%</b>  | 30%            | <b>19,50%</b>  | 15%             | <b>9,75%</b>   | 8%                 | <b>4,88%</b>   |
| Risc tram ràting    |                          |                |                |                | 30%             | <b>19,50%</b>  | 10%                | <b>6,50%</b>   |

- Els pesos màxims a respectar són els indicats en la columna %Total cartera+
  - Els límits màxims establerts són acumulatius:  
① + ② + ③ + ④ = màx. 13%
- Es permet el manteniment en cartera dels actius fora de mandat que han estat acceptats a través d'una esmena
- S'estableix un termini d'1 any (març 2013) per a l'adaptació de les carteres als nous límits
- No s'autoritza la compra de deute subordinat.
- Per a la classificació en termes de ràting, es manté el criteri aplicat fins ara: cal que l'actiu compleixi com a mínim per part d'una de les tres principals agències de qualificació (Moody's, S&P o Fitch).
- Els covered bonds es classificaran segons el ràting de l'emissió. El ràting de l'emissió haurà de ser, com a mínim, AA i el de l'emissor haurà de ser BBB-com a mínim. El pes màxim a assignar serà el que correspongui pel ràting de l'emissor i es tindrà en compte com a risc Emissor Corporatiu.

S'autoritzen els actius monetaris dipositats a la banca andorrana que no compleixin amb el ràting mínim requerit, sempre que els gestors administrin amb cautela aquesta exempció.

Caldrà reportar mensualment a la CASS, en format excel, les posicions de monetari i renda fixa amb la corresponent classificació: per ràting, risc país,...

