

## Entrevista

**Lola Solana, gestora del Santander Small Caps España**

"El menor crecimiento económico repercute en las pequeñas empresas, pero se están tomando medidas" ■ IVYVI



## Tendencias

**Siitnedif Iberian Opport. pone un pie en Luxemburgo**

El fondo de bolsa española de Seixas y Mota Guedes da el salto internacional ■ XII

## El 'ranking'

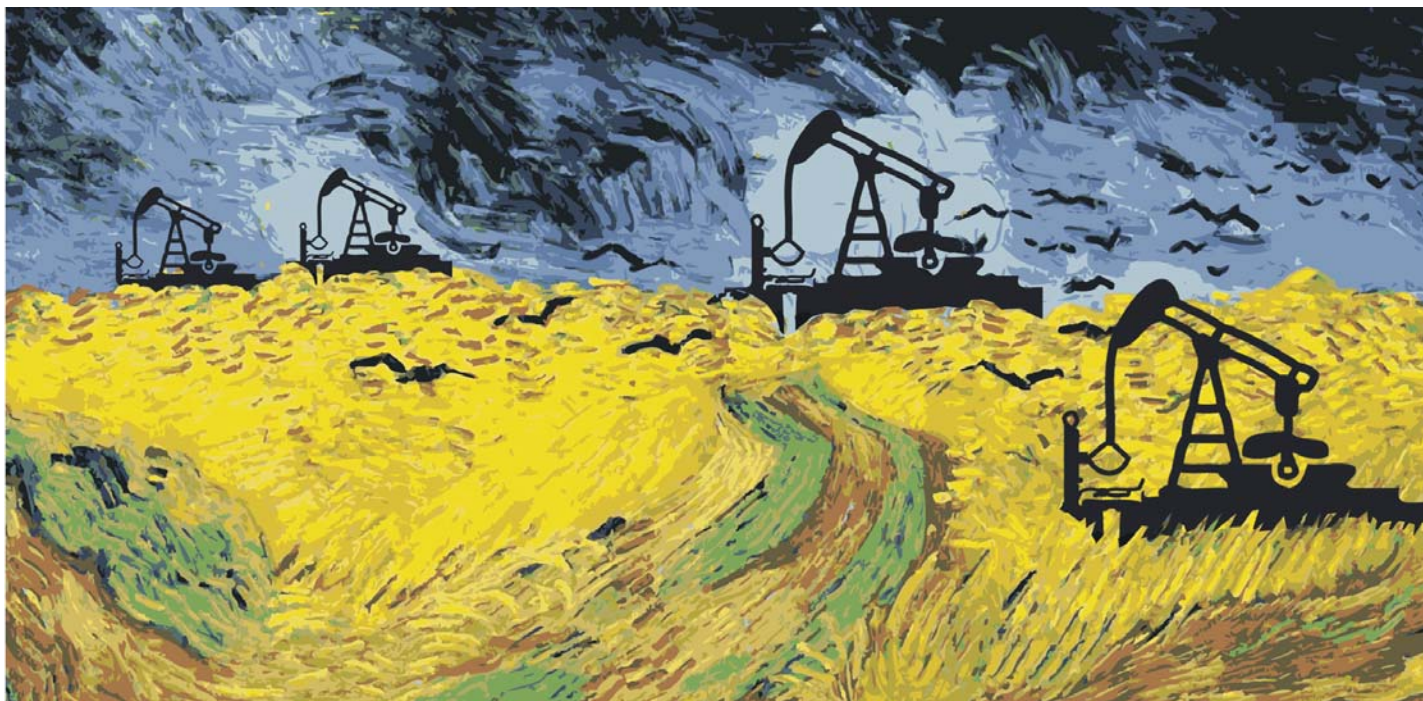
**Resultados por categorías de inversión**

Consulte los fondos que mejor comportamiento han tenido durante el mes ■ IX

# Mar de Fondos

Mensual de fondos de inversión

AÑO VI NÚMERO 51  
Febrero de 2011



# Cultivando inversión

**Las materias primas** vuelven a las carteras por la inflación

La probable subida de los precios ha propiciado que las 'commodities' regresen con más fuerza por su carácter de valor refugio y su descorrelación de los activos financieros tradicionales. ■ Pág VI y VIII

## ENTREVISTA

Lola Solana, gestora del Santander Small Caps España

# “Si la banca se comporta bien, las ‘small caps’ lo harán bien”

FOTOS:MMOLINARES

A. ALONSO / I. MAURICIO  
dinero@negocio.com

Lola Solana es una de las pocas gestoras especializadas en pequeñas y medianas empresas. Los resultados de sus fondos, Santander Small Caps España y Santander Small Caps Europa, demuestran la consistencia de su estrategia, reconocida internacionalmente por firmas como Citywire. Afirma conocer algunas compañías mejor que sus propios responsables y bromea sobre el hecho de haber visto pasar en algunos casos hasta cuatro consejeros delegados. Con esta experiencia, asegura que 2011 puede ser el año de las *small & mid caps*, si la recuperación del sector financiero se consolida.

### ¿Cómo ve la situación de mercado para un fondo de este tipo?

El entorno macro está dando sostenibilidad a la inversión en renta variable. El crecimiento va a ser muy limitado, porque en Europa va a ser del 1,7% y en España todavía menos, del 0,6%, pero las cosas están mejorando, se están encauzando. El riesgo soberano se está limitando un poco, aunque veremos qué medidas se toman finalmente. Pero la realidad es que estamos en un entorno que no crece.

### Y con este entorno, ¿en qué tipo de compañías se fija?

Apuesto por compañías que tengan todavía un descuento importante, por el riesgo soberano de España, pero con un balance saneado. Hay algunas que han sido castigadas injustificada y excesivamente, porque tenían buenos fundamentos, y están un 50% por debajo de los máximos de 2007. El entorno es malo, pero los beneficios no han caído tanto como las cotizaciones. Lo que no me gustan ahora son compañías con seis u ocho veces deuda/ebitda, en un entorno donde no hay crecimiento, porque esa deuda no va a mejorar.

### ¿Y cuáles son estas compañías?

Ahí está el valor añadido del gestor: invertir en compañías que, por fusiones o adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés), van a subir, por sus márgenes y ROE altos, por que están baratas. En un mercado



con descuento no pago primas de valoración por ninguna compañía. Estoy segura de que nos recuperaremos pero, si no es así, prefiero invertir en empresas que no tengan deuda y con balance saneado. Trato de buscar la máxima rentabilidad asumiendo el mínimo riesgo. Si observamos la evolución de las *small caps* desde el pico de 2007, se comprueba que las españolas han caído un 50% debido al riesgo país, por lo que en un entorno de recuperación anémica se tiene que producir el ajuste en algún momento, sobre todo porque hay valor en muchas de estas compañías.

### Ha señalado el riesgo soberano como un factor clave para la valoración de las empresas. ¿Cómo influye?

La clave ahora es el sector financiero porque, si lo hace bien, se recupera la percepción sobre los países periféricos. En 2009 y 2010 las *small & midcaps* lo han hecho mucho mejor que las grandes, pero este año dependerá de la evolución de las entidades. Hay que tener en cuenta que los bancos en España pesan un 5% en los índices de *small caps* frente al 30% que acapara el sector

## MIS VALORES FAVORITOS

### Medios de comunicación

■ Antena 3 me gusta porque su cotización está por debajo de los *media* comparables en Europa. Los analistas no están incluyendo la recuperación económica en sus previsiones de beneficios pero, cuando lo hagan, su PER estará más bajo. También apuesto por Prisa, que hasta hace cuatro o cinco meses no tenía en cuenta pero que ahora valoro por su reestructuración con el nuevo equipo gestor. Ha reducido deuda y también está mucho más barata que sus competidores.

### Vueling

■ Es la aerolínea europea más barata. Está expuesta a ciclo, por lo que si hay recuperación, el tráfico de vuelos va a mejorar. Tiene caja, sin problemas de deuda y con potencial de crecimiento porque la subida del precio del combustible y la competencia tan dura de Ryanair echarían del mercado a Spainair, y ese hueco lo podría ocupar Vueling.

### Europac

■ El 75% de su ebitda procede del kraftliner. Su beneficio seguirá creciendo por-

que este producto es muy demandado. En EEUU los inventarios están por debajo de su media histórica y Europa tiene déficit. Además, en la cartera incluyo Catalana Occidente, una forma de apostar por el sector financiero. Es una firma de resultados estables y va a haber una recuperación del seguro de crédito. Otros valores defensivos, con márgenes y roes altos que me gustan son Prosegur, Vidrala o Viscofan, líderes en sus sectores, sin competencia y que se beneficiarán de la recuperación.

### Santander Small Caps Europa

■ En este fondo la cartera está muy expuesta a *oil services* y aerolíneas. Una de mis principales apuestas es Klockner, un *trader* del acero, que se va a beneficiar de la subida de este material pero, aunque no fuera así, le beneficiarían los volúmenes. Y si hay recuperación, se va a necesitar el acero para tubos, construcción, etc. Acaba de hacer una adquisición en EEUU, no tiene deuda y está barata. Además, apuesto por Lufthansa. Hay mucha preocupación sobre cómo afectará la subida del petróleo a las aerolíneas, pero esta compañía lo tiene cubierto. Y está barata: seis veces ebitda.

financiero en el Ibex. En un entorno como el actual, las *small caps* se quedan atrás porque tienen un componente más industrial que financiero. Aún así, si hay reducción de prima de riesgo y el sector financiero se comporta bien, las *small caps* también lo harán bien.

¿Cree que se estabilizará este año? Vamos por buen camino y se está encauzando. Pero una cosa es que se establezca y otra que no haya problemas, porque al final la morosidad es alta y hay necesidades de recapitalización. El menor crecimiento repercute en las *small caps*. Las empresas se están desapalancando porque pueden; las familias, porque deben, y el entorno no es el más favorable para el sector financiero. Pero dicho esto, creo que se estabilizará. Se están tomando las medidas y se está encauzando.

### ¿En qué punto se encuentra la actividad de M&A en España?

En Europa ya se han visto más operaciones mientras que en España se está empezando a mover. De hecho, creo que se va a reactivar. Y cuando se reactiva es fundamentalmente en las pequeñas compañías. En Europa se ha visto sobre todo en Reino

Unido, con rumores de farmacéuticas que van a ser opadas. Por ejemplo, Acerinox me gusta por sus fundamentales, pero creo que le podría afectar la consolidación en el sector del acero inoxidable. BME también me gusta, porque no creo que se quede como la única plataforma bursátil. Jazztel es una empresa que está creciendo muchísimo y no me extrañaría que Orange o Vodafone se interesaran por sus clientes. E incluso Prisa, que si las cosas no salen como se espera, Liberty podría venderla a Pearson u otro grupo.

#### ¿Qué sectores le gustan más para invertir?

Compañías con márgenes altos y que pueden invertir en *capex* y marketing, porque en un mercado sin crecimiento lo importante es ganar cuota a los competidores. Prefie-

Las 'small caps' españolas perdieron un 50% por el riesgo país y el ajuste se producirá en algún momento"

La credibilidad del equipo gestor es muy importante, la confianza es fundamental"

ro estar en sectores cíclicos, con cierta exposición a la recuperación económica, mejor que en defensivos, y mezclando crecimiento con valoración. Me gustan *media*, consumo cíclico y *oil services*, en un entorno donde el petróleo está por encima de los 100 dólares. Pero la gestión al final es *stock picking*, y puedes encontrar una idea muy buena por M&A en un sector que no te gusta. Lo que me da rabia es que sigue bastante el consenso del mercado.

#### ¿Qué diferencias de gestión encuentra entre las grandes compañías y las 'small caps'?

Es mucho más divertido gestionar un fondo de *small caps* que uno de grandes compañías porque el universo es mucho más amplio: en Europa hay 1.600 compañías, con una capitalización de entre 100 y 1.000 millones de euros frente a compañías mayores de 1.000 millones, que son 122. Las compañías mayores de 10.000 millones representan el 81% de la capitalización bursátil, es decir, si solo se miran las grandes se pierden 1.600 compañías donde hay infinidad de oportunidades de inver-



si ón interesantes. Además, las *small caps* siempre crecen más que las grandes, porque al ser pequeñas tienen más potencial.

#### ¿Qué otras ventajas tienen?

Son más predecibles, ya que solo el 10% de su *performance* se explica por factores macroeconómicos.

#### ¿Es difícil acceder a la información financiera necesaria para invertir en este tipo de empresas?

Hay que tener en cuenta que la media de analistas que cubren compañías de menos de 1.000 millones de euros es de 10 frente a los 30 que cubren compañías de más de 10.000 millones. Así que donde puedo aportar valor es, precisamente, en analizar compañías como Codere, Pescanova, Camprofrío, Europac. Puedo aportar más valor añadido porque hay menor cobertura. Pero me exige estar en contacto muy a menudo con estas empresas, porque no publican informes trimestrales y su situación puede cam-

biar constantemente. Pueden realizar una adquisición a un precio caro, cambiar el perfil de la compañía y no saber gestionar el crecimiento... Lo hemos visto en el pasado: empresas que han crecido mucho y después, con una estrategia fallida, han fracasado.

#### ¿Y qué otros factores influyen?

La credibilidad del *management* es muy importante, la confianza es fundamental. Cuando se anunció que Antonio Vázquez se iba a Iberia, valoré mejor a la aerolínea porque sabía que iba a llevar a buen puerto la fusión, conociendo su trayectoria en Altadis. Lo mismo sucede con Abril Martorell, que también tiene un buen *track record*, y me hace observar ahora a Prisa con otros ojos. Un cambio de equipo gestor conlleva una nueva estrategia. Otras veces el cambio de estrategia pasa por una buena adquisición, como en el caso de Ebro Puleva, que ha hecho una serie de compras estratégicas a precios baratos y ha sabido gestionar el crecimiento. Pero no hay que enamorarse nunca de una compañía. Si hace una compra a precios

malos y no va a evolucionar bien, hay que tener agilidad para reconocer que más vale asumir una pérdida. No puedes aguantar indefinidamente.

#### ¿Es fácil acceder al equipo gestor?

Ayuda mucho la marca del Santander, te abre puertas y es fundamental estar en contacto con las compañías. Por eso las he visto todas en dos meses. En España visito las empresas al menos dos veces al año y, si puedo, tres. Las sigo a todas y, como llevo muchos años gestionando, en muchas compañías ya es el tercer o el cuarto consejero delegado que conozco.

#### En el caso de las compañías europeas, ¿cómo realiza el seguimiento?

Contamos con dos analistas de la gestora y tenemos acceso a especialistas europeos que nos proporcionan sus estudios cuantitativos de *small caps*. También estudio los fundamentales de las compañías y hay cada vez más brokers que realizan *road shows* de empresas europeas. Además, también me reúno con las compañías. Por ejemplo, en mayo voy a Londres para estudiar 40 compañías *OnetoOne* de Alemania y Francia. Y la marca Santander ayuda mucho: tenemos acceso rápido y constante a informes.

#### ¿Rota mucho la cartera?

En Europa menos, pero en España sí hay rotación. Tengo valores con márgenes altos, que quiero seguir manteniendo en cartera, y otros que rotan cada seis meses porque la diferencia no es *value* o *growth*. El mayor contacto con las empresas españolas me permite darme cuenta de muchas cosas y rotar la cartera antes. Además, es más fácil rotar un fondo con menos valores.

#### ¿Cuántas posiciones tiene?

En el fondo español hay 40 valores. En momentos de crisis suelo concentrar las apuestas en 30 y en momentos al alza, tengo más. En el europeo tengo 100 valores porque es un universo mayor.

#### ¿Cómo selecciona los valores?

Trato de que no me condicione el *benchmark*. Aplico mis convicciones en función de la confianza que tenga y de los datos de que disponga. Y hay que estar encima de los valores constantemente, es el único secreto.

#### ¿Hay diferencias entre las 'small caps' españolas y las europeas?

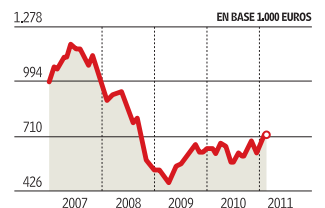
La principal es la liquidez, porque los valores españoles son más ilíquidos. Y también está la información. La mayor concentración de *small caps* europeas está en Reino Unido, donde pesan un 30% y hay mucho análisis. En las empresas españolas hay menos información y el trabajo de contacto con las empresas es más intenso. De hecho, en Europa hay 150 fondos de pequeñas compañías mientras que en España hay muy pocos. Además, en Europa dentro de las *small caps* están mucho más representados todos los sectores de la economía. ♦

## BAJO LA LUPA



Javier Sáenz de Cenzano,  
director de Análisis de Fondos  
de Morningstar España

### SANTANDER SMALL CAPS ESP.



Fecha de creación	21/12/2004
Patrimonio (millones de euros)	19,364
Rentabilidad 2011	5,80%
Rentabilidad 1 año	12,61%
Rentabilidad 3 años	-8,17%
Volatilidad 3 años	22,26%

Fuente: Morningstar.

infografia@negocio.com

#### Gestión

El fondo cuenta con el *rating* cualitativo Morningstar de aprobado. Lola Solana lidera el fondo desde su lanzamiento en diciembre de 2004. Cuenta con 22 años de experiencia y ha pasado la práctica totalidad de su carrera en Santander AM. En general, nuestra opinión sobre sus aptitudes y conocimientos como gestora de fondos es alta. No obstante, veríamos positivamente que Solana contase con algo más de apoyo en el área de pequeñas compañías.

#### Estrategia

El fondo está expuesto principalmente a compañías españolas de baja capitalización, pudiendo incluir también una posición relevante en medianas (por debajo de 3 billones de euros). El proceso de inversión se basa en la selección específica de compañías, según criterios fundamentales. El análisis de las compañías por parte de Solana es exhaustivo, lo que le hace tener un conocimiento de las mismas por encima de la media. La política de construcción de cartera es bastante flexible, y por ello el fondo refleja eficazmente las mejores ideas de Solana, hecho que nos parece positivo.

#### Cartera

Desde principios de 2009 el número de compañías en cartera ha aumentado y está ahora en la parte alta del rango (en torno a 40-45) en el que se suele mover. Durante la segunda mitad de 2010 han salido de la cartera Abengoa, Azcoyen, Ebro Puleva, Laboratorios Rovi o Zeltia. El peso en compañías medianas ha aumentado durante este periodo hasta llegar a cerca del 37% (con datos de diciembre de 2010) mientras que el resto está invertido en compañías pequeñas o micro. En cuanto a sectores, el peso más importante está en los de bienes de consumo (26%), energía (23%) y finanzas (10%). Por otro lado, a cierre de año el fondo contaba con una pequeña posición en futuros sobre el Ibex 35 y el Euro Stoxx 50. ♦