

ASESORES EFPA financieros

NÚMERO 12. JULIO DE 2023 • 6€.



ESPECIAL
39
PÁGINAS

Gestión Activa
versus
Gestión Pasiva

GUÍA DE PROTECCIÓN

○ El asesor
financiero
ante sus errores
u omisiones

REUNIÓN EN OMAHA

ENTRAMOS EN
EL SANTUARIO
DE WARREN
BUFFETT

Montserrat Martínez Parera

VICEPRESIDENTA DE LA CNMV

“En el compromiso de las finanzas
sostenibles, no hay marcha atrás”

ANTONIO
GARAMENDI
PRESIDENTE DE CEOE

“Los
empresarios
han estado a
la altura de las
circunstancias”





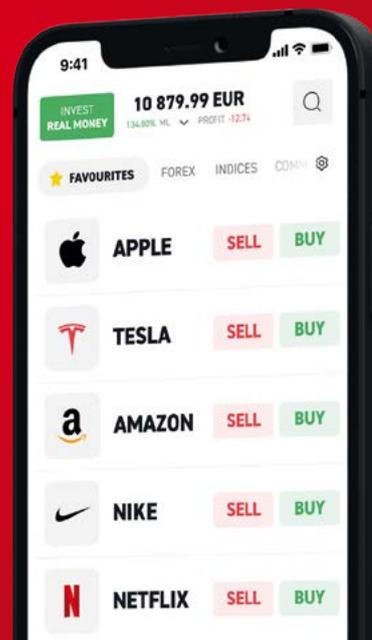
IKER CASILLAS

GRANDES MARCAS, PEQUEÑAS FRACCIONES

INVIERTE EN ACCIONES FRACCIONADAS
DESDE TAN SÓLO 10€

Invierte en una fracción o parte de tus empresas y ETFs favoritos.
Diversifica tus inversiones y empieza ya a construir tu cartera.

Obtén más información escaneando
este QR o entrando en www.xtb.es



El asesoramiento en tiempos de cambio

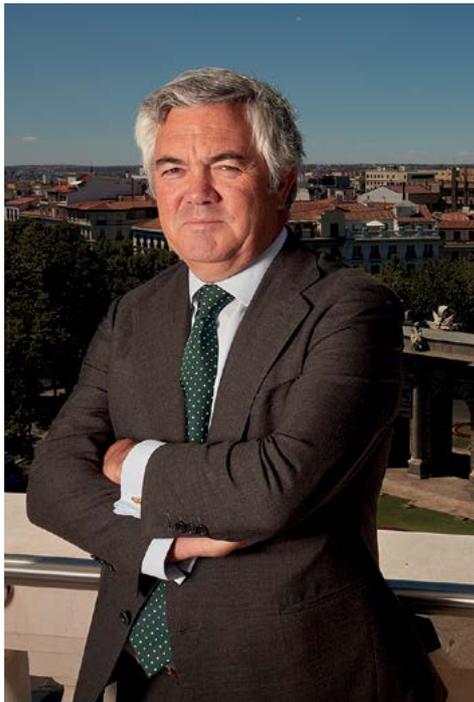


Foto: Pablo Almansa

SANTIAGO SATRÚSTEGUI

Presidente de EFPA España

Vivimos tiempos inciertos donde los cambios se aceleran de forma vertiginosa, tanto a nivel social, como político y económico. Esta constante transformación crea un escenario en el que surgen nuevas oportunidades para los inversores, pero también plantea interrogantes y dudas que deben ser aclaradas para poder tomar decisiones financieras basadas en la mejor información.

Durante la primera mitad del año, hemos observado cambios significativos en las tendencias de inversión y ahorro de los españoles, acordes al cambio del ciclo inversor al que asistimos, con la subida de tipos que aceleraron los bancos centrales para actuar contra la inflación. Cabe destacar el renovado interés por la figura de las Letras del Tesoro y el actual cambio de enfoque hacia los depósitos bancarios.

Este escenario, que genera especial inseguridad entre los inversores particulares, se convierte en un momento crucial para demostrar la importancia de nuestra labor. Los asesores financieros sois una pieza clave en la consecución de los objetivos financieros de los clientes, que deben contar con la libertad de elegir cuál es la mejor opción entre los diferentes modelos de asesoramiento. En este sentido, la propuesta de la Estrategia de Inversión Minorista de la Comisión Europea, recientemente presentada tras semanas de debate, descarta la prohibición total de incentivos, optando por una alternativa que busca mejorar la transparencia y abordar los conflictos de intereses, garantizando así un servicio de asesoramiento óptimo para todo tipo de clientes.

Desde EFPA tuvimos la oportunidad de expresar a la Comisión Europea nuestra preocupación acerca de los posibles riesgos que supondría una prohibición total de las retrocesiones. En lugar de ello, recomendamos un enfoque centrado en la mejora continua de los conocimientos y capacidades de los asesores, así como en el incremento de la transparencia en beneficio de los inversores. La Comisión, que ha acogido algunas de nuestras recomendaciones, sugiere prohibir el cobro de retrocesiones en las ventas de productos de inversión sin asesoramiento financiero, conocidas como ventas de “solo ejecución”. Desde el principio, hemos defendido una estrategia que no imponga un modelo obligatorio basado únicamente en honorarios, y estoy convencido de que la prohibición total de las retrocesiones generaría una brecha en el asesoramiento para ciertos inversores, que podrían quedar desatendidos.

Se trata de un paso importante hacia la defensa de la convivencia de los diferentes modelos de asesoramiento, ya que equilibra la protección al cliente con la necesidad de mantener la accesibilidad y la diversidad del servicio. Reconocer la importancia de la transparencia y establecer estándares comunes mínimos para los profesionales es fundamental para garantizar un asesoramiento de calidad y empoderar a los clientes en la toma de decisiones financieras.



Nuestro objetivo siempre ha sido y será asegurar que los asesores cumplan con requisitos sólidos de conocimientos y competencia, para ofrecer el mejor servicio y apoyar todas aquellas soluciones que ofrece la industria para dar respuesta a las necesidades de los inversores. ●

PRÉSIDENTE
Santiago Satrústegui

Directora
Andrea Carreras-Candi

Avda. Josep Tarradellas 123-127, 2ª planta. 08029 Barcelona
Tlfno. +34 93 412 10 08
informacion@efpa.es
www.efpa.es



La Asociación Española de Asesores y Planificadores Financieros (EFPA) cuenta con más de 35.000 asociados y está ligada a la European Financial Planning Association, institución sin ánimo de lucro y financieramente independiente.

EDITOR
Josep Soler

DIRECTOR DE LA PUBLICACIÓN
Rafael Rubio. rrubio@asesoresfinancieros.es

REDACCIÓN Y COLABORADORES
Rafael Sierra, José Emilio Chao, Cristina J. Orgaz, Beatriz Pérez Galdón, Natalia Pastor, Carlos Azuaga, Gonzalo Toca, Luis Torras.

ANÁLISIS EN ESTE NÚMERO
Fernando Luque, David Manso, Carmen Olds, Eugene Philalitis, Joaquín Robles, Carlos Tusquets, Vicente Varó, Fernando Zunzunegui.

Diseño **Lourdes G. Castaño**
Fotografía **Álex Rivera**
Ilustración **Maite Niebla**.
hola@maiteniebla.com

PUBLICIDAD
EFPA España
Tfno. 93 412 10 08

ADMINISTRACIÓN
Ignacio Carnicero. icarnicero@efpa.es
Tfno. 93 412 10 08

IMPRIME
Imprime: Monterreina. c/ Cabo de Gata 1-3. 28320 Pinto/Madrid.

DISTRIBUYE
Ecological Mailing. c/ Sierra Nevada 13-15. 28830 San Fernando de Henares/Madrid.

La revista Asesores Financieros EFPA se distribuye entre los 35.000 asociados de EFPA España.

DL B 14024-2020
Asesores financieros EFPA
ISSN 2696-4775



Asociación Española para la Sostenibilidad Forestal
Creciendo en responsabilidad

El papel con el que se ha realizado esta publicación tiene la certificación de la Asociación Española para la Sostenibilidad Forestal. Ello significa que ha sido elaborado con materiales procedentes de bosques que se trabajan de forma sostenible, cuidando el medio ambiente y de los pueblos que dependen de esos montes.



EN PORTADA

> Pocas personas conocen como Montserrat Martínez Parera los entresijos de las principales instituciones supervisoras españolas. En la primera entrevista que concede, la vicepresidenta de la CNMV reflexiona sobre los temas de su máximo interés, entre ellos la apuesta por la sostenibilidad financiera.

UNA GUÍA

> Para hacer frente a errores u omisiones de quienes asesoran de forma autónoma.



EN EL SANTUARIO DE WARREN BUFFETT

> Luis Torras, colaborador de esta revista, ha tenido el privilegio de asistir a la reunión anual de Berkshire Hathaway, la principal compañía del Oráculo de Omaha.



UNA PLANIFICACIÓN

> La de la Agencia Estatal de Administración Tributaria, que siempre es bueno conocer.

UNA DECISIÓN

> La Comisión Europea se pronuncia, por fin, sobre las retrocesiones y comisiones tras retrasar su difícil decisión.



3. Editorial.

Santiago Satrústegui.

6. Responsabilidad asesores.

Ante errores u omisiones.

14. En el santuario de Buffett.

La gran reunión en Omaha.

22. Plan de la AEAT.

Estrategia fiscal.

27. Retrocesiones.

La decisión de la CE.

30. Entrevista.

Montserrat Martínez Parera.

39. ESPECIAL ACTIVA vs PASIVA.

Por una gestión integrada.

46. Cómo mezclarlas.

50. A favor de la activa.

54. Ante la incertidumbre.

58. Coexistencia.

62. La complicidad del tiempo.

64. Ficha de fondos.

68. Punto final. Juan Palacios.

70. Entrevista al equipo.

La CEOE.

76. Nubarrones en Private Equity.

Los tipos empeoran perspectivas.

80. Somos lo que comemos.

Carlos Tusquets.

82. Información de resultados.

La CNMV advierte.

86. Inversión minorista.

La CE cambia las normas.

89. Test de la revista.

90. Libros.

94. Registro Seguros.

98. Jornadas territoriales.

100. Málaga Congress 2024.

102. Nombramientos.

Cambios entre los asociados.

106. Al cierre. Josep Soler.



UN EQUIPO

➤ El de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE), protagonista de los grandes acuerdos sociolaborales.



94

REGISTRO FORMACIÓN EN SEGUROS

➤ Una creciente actividad.

NUBARRONES PARA EL PRIVATE EQUITY

➤ El nuevo escenario salido de la crisis bélica y el alza de tipos ha supuesto un duro contratiempo para estos activos.



80

CUANDO UNO SE IMPLICA Y SE HACE INVERSOR ACTIVO

GESTIÓN ACTIVA VERSUS GESTIÓN PASIVA

El campo de juego impone nuevas reflexiones.



39

EXTRA

DOS ESTRATEGIAS COMPLEMENTARIAS

Cada día parece más claro que ambas gestiones son complementarias y que su convivencia está justificada y asegurada.



GUÍA PARA PROTEGERSE DE POSIBLES RESPONSABILIDADES

El asesor financiero ante sus errores u omisiones

En todas las actividades profesionales se producen inevitablemente errores y omisiones que pueden afectar a los clientes o proveedores. Al trabajar en un sector especialmente sensible para los clientes, en el caso de los asesores financieros la responsabilidad de sus acciones es muy relevante.

Es bueno estar protegidos.

Por **JOSÉ EMILIO CHAO** | Ilustraciones **MAITE NIEBLA.**



D

e acuerdo con el Código Civil, “el que por acción u omisión causa daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado”. Desde el punto de vista laboral, esto significa que cualquier profesional (de ejercicio libre) debe indemnizar a un tercero si, debido a su actividad y como consecuencia de un error, una negligencia o un incumplimiento en sus servicios, le ha provocado algún perjuicio.

Un estudio presentado a principios de este mismo año por Oxford Risk revelaba que el 76% de los gestores de patrimonio espera un aumento de la regulación en los próximos cinco años, lo que incrementaría la preocupación entre los asesores y sus entidades respecto a la presión que puedan recibir para pagar indemnizaciones a los clientes si estos consideran que no hicieron lo suficiente para comprender su riesgo o su idoneidad. A partir de este dato, dos de cada tres de los entrevistados en la encuesta señalan que en el futuro podrían verse afectados por reclamaciones e indemnizaciones por fallos en el análisis →→→

Coberturas profesionales para las nuevas EAFN

Entre los cambios más relevantes que presenta la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, aprobada con gran consenso a principios de marzo pasado, se encuentra la introducción de las Empresas de Asesoramiento Financiero Nacional (EAFN), que, entre otros hitos, implicará para muchas EAF poder adherirse a esta nueva categoría.

Hasta la fecha, las EAF tenían limitados por ley los servicios de inversión que pueden prestar y estaban obligadas, en el caso de ser personas jurídicas, a disponer de un capital inicial de 50.000 euros o a contar con un seguro de Responsabilidad Civil que cubra toda la UE por posible reclamación de daños.

De acuerdo al nuevo Anteproyecto de Ley, tanto las EAF como las EAFN se tendrán que adherir al Fondo de Garantía de Inversio-

nes (FOGAIN). Todas las EAF que son personas físicas tendrán que reconvertirse a EAFN o crear una nueva sociedad, ya que la figura de la EAF persona física desaparecerá. A medio plazo, el objetivo en el ámbito del asesoramiento financiero parece ser que coexistan, por un lado, las EAFN, que no dispondrán del pasaporte europeo de las ESI pero que estarán exentas de cumplir ciertos requisitos; y, por el otro, las EAF personas jurídicas, que mantendrán todas sus capacidades actuales.

Tal y como indica Fernando Zunzunegui, presidente de Zunzunegui Abogados y coordinador de Regulación de EFPA España, para los asesores financieros bajo la nueva licencia EAFN "es un requisito legal contar con un seguro de Responsabilidad Civil. Este seguro cumple la función que tienen las exigencias de recursos propios para el resto de

entidades financieras. En el nuevo marco legal, las empresas de asesoramiento financiero EAF deben ser personas jurídicas y contar con los recursos propios que determina el Reglamento UE 2019/2033 sobre requisitos prudenciales".

Por su parte, Carlos Lluch está a favor de estos cambios regulatorios que afectan a las ESI y que están teniendo un "carácter eminentemente reactivo". A su juicio, "el escenario normativo actual parece consistente, sobre el papel, si bien tenemos por delante retos como el intrusismo y todo cuanto afecta al conflicto de interés que es muy probable que vaya matizando elementos o cambiando radicalmente escenarios en función de esa experiencia citada. Creo que un sector inteligente debería aprender a contener y evitar excesos que puedan determinar medidas traumáticas para todos". *

→→→ de idoneidad. Sin embargo, hay que destacar que una amplia mayoría de los gestores españoles, junto a los del Reino Unido, Francia, Italia e Irlanda considera que "los reguladores ofrecen suficientes orientaciones sobre finanzas conductuales para comprender el riesgo de los clientes".

Por eso, para los asesores de ejercicio libre es necesario estar bien protegidos con una póliza de Responsabilidad Civil Profesional que cubra los daños causados por posibles errores y negligencias; aunque es importante resaltar que estos seguros no cubren la comisión de actos delictivos en el marco de una actividad profesional.

Además, en el caso de un asesor financiero, sería recomendable disponer de una póliza que incorpore las coberturas específicas a su desempeño, como las recomendaciones sobre la gestión financiera de sus clientes.

En los seguros de Responsabilidad Civil (RC), la entidad aseguradora asume, según se recoge en los contratos, la responsabilidad económica de indemnizar a un tercero, llegado el caso. Algo fundamental tanto para el profesional o entidad como para el cliente agraviado, dado que el primero tendría que responder con su propio patrimonio en el caso de no contar con una póliza de este tipo, mientras que el segundo se asegura de que va a cobrar lo que le corresponde.

Estos seguros no solo cubren las acciones con clientes afectados, sino

→ SI POR UN ERROR profesional ocasiona una pérdida financiera a un cliente, el asesor puede ser considerado responsable y tener que indemnizarle económicamente.

también con empresas colaboradoras o con proveedores.

La responsabilidad civil de un asesor financiero

Es posible definir a un asesor financiero como el profesional que ayuda a gestionar la economía de una persona o de una empresa según sus ingresos, patrimonio y necesidades. Es decir, que es posible que los asesores financieros administren operaciones financieras en nombre de sus clientes. Dentro de la profesión, hay que subrayar la figura del asesor financiero independiente, que, a diferencia del comercial o dependiente, no cobra retrocesiones por los productos que comercializa, sino que recibe unos honorarios directos por parte del cliente al que asesora.

De cualquier modo, un asesor financiero tiene, como profesional o en su empresa, la responsabilidad civil ante sus clientes sobre cualquier error, negligencia o incumplimiento en sus servicios. Dicho de otro modo, si se equivoca en su desempeño o no cumple debidamente con sus obligaciones y esto ocasiona una pérdida financiera a alguno de sus clientes, el asesor o su empresa pueden ser considerados legalmente responsables y tener, por lo tanto, la obligación de indemnizarle económicamente. Algo nada baladí en un contexto en el que, por un lado, la incertidumbre en relación con el escenario geopolítico dificulta el poder establecer análisis sobre la evolución de los mercados, y, por el otro, la presión normativa y supervisora pone cada vez un foco mayor en el desempeño de los profesionales del sector financiero. Tanto es así que, por ejemplo, firmas como **Oxford Risk** advierten de que dos de cada tres gestores patrimoniales en

La importancia de la reputación

● **La posibilidad** de hacer frente a reclamaciones está muy relacionada con la reputación de una compañía y de los profesionales, especialmente en aquellos sectores en los que existe una relación directa con el cliente, como es el caso del asesoramiento financiero. Un informe publicado a finales del pasado año por KPMG y Corporate Excellence ponía de manifiesto que “el éxito de las organizaciones depende, en gran medida, de la confianza que son capaces de generar y, con ella, de la legitimidad, preferencia y tolerancia que obtienen

de sus grupos de interés tanto a corto plazo como a largo plazo”.

● **En dicho estudio**, el sector financiero aparecía como el segundo (un 8,5 sobre 10), detrás del sector *retail* (10), en el que se otorgaba más importancia a la reputación muy por delante del sector de infraestructuras (2,5) e incluso del sector seguros (5). Concluía también que las organizaciones no solo necesitan generar valor diferenciador en el tiempo para competir y tener éxito, sino que deben generar la confianza y la legitimidad necesarias para poder mantener su

licencia para operar. Y para ello necesitan de la reputación. Es decir, de la generación de confianza, admiración y respeto por parte de sus grupos de interés (clientes, accionistas...) para obtener su apoyo y evitar riesgos reputacionales.

● **Para los asesores** financieros, ya sean independientes o trabajen dependiendo de una organización, la reputación es un intangible clave que necesitan preservar a toda costa, teniendo en cuenta el riesgo de poder cometer un error, como cualquier humano. ✱

Europa creen que en los próximos cinco años se verán abocados a alguna reclamación o a tener que afrontar una indemnización por no haber logrado transmitir adecuadamente la suficiente comprensión sobre la idoneidad de sus clientes en relación a los productos y activos recomendados.

Una actividad expuesta a reclamaciones

En este contexto, expertos como **Héctor de la Huerta**, responsable de Líneas Financieras de **Berkley España**, señalan que “los asesores financieros tienen que entender que trabajan en una actividad expuesta a reclamaciones,

para la que la propia CNMV exige legamente disponer de una póliza de RC Profesional en vigor para poder ejercerla”.

De la Huerta subraya, además, que es clave que todo asesor financiero, y especialmente el independiente, conozca al detalle cuáles son sus cometidos antes de plantearse la contratación de un seguro de estas características. Entre las funciones consideradas como nucleares en la labor de un asesor financiero están acompañar al cliente en sus decisiones de inversión, ayudarlo a conseguir sus objetivos financieros y ofrecerle productos financieros adaptados a su perfil de riesgo.

Desde un punto de vista más práctico, **Carlos Lluch**, director técnico de **Lluch & Juelich Brokers**, →→→

→→→ aclara que “quien quiera un buen seguro para asesoramiento financiero debería recurrir a un contrato diseñado para cubrir errores u omisiones y perjuicios patrimoniales puros, no daños materiales y personales”. Este experto señala, además, que el contrato del asesor financiero es de servicios, no de obra, lo que puede significar, por ejemplo, que se produzcan reclamaciones infundadas que pretenden reclamar resultados.

Por ello, Lluch afirma que, “en ciertos casos, hay problemas para demostrar que medió suficiente transparencia en el consejo, que se atendieron los requerimientos, políticas y nivel de aversión al riesgo del cliente y, claro está, las eventuales confusiones en órdenes facilitadas por clientes distintos o errores en fechas de cumplimiento de instrucciones o acuerdos. Además, puede haber también incidencias en campos como la confidencialidad y protección de datos”.

Seguros de Responsabilidad Civil Profesional

Con el objetivo de estar protegidos contra la responsabilidad civil en el desempeño de su trabajo, los asesores financieros pueden suscribir en la actualidad en el mercado seguros que cubren los posibles daños y perjuicios que puedan causar a terceros.

Por norma general, este tipo de pólizas cubren, además de los costes de una potencial indemnización contra el profesional asegurado, otros gastos, como por ejemplo, la defensa legal en caso de demanda o reclamación, los costes de cualquier investigación que resulte necesaria para resolver una reclamación (incluyendo abogados y auditorías), así como, en el caso de resultar necesario, el coste económico



**HÉCTOR
DE LA
HUERTA**
BERKLEY

“Los asesores deben entender que trabajan en una actividad expuesta a reclamaciones, para la que se exige una póliza de RC Profesional para ejercerla”.



**CARLOS
LLUCH**
LLUCH & JUELICH

“Un buen seguro para asesoramiento financiero debe cubrir errores u omisiones y perjuicios patrimoniales puros, no daños materiales y personales”.



**FERNANDO
ZUNZUNEGUI**
ZUNZUNEGUI
ASOCIADOS

“Las EAFN deben contar con un seguro de RC que cumpla la función de recursos propios que se exige al resto de entidades”.



que puede tener para un profesional poner en marcha una acción inmediata para evitar una pérdida mayor. En este último punto, el ejemplo más habitual es el de tener que cesar temporalmente su actividad hasta que se decida judicialmente sobre la causa que lo ocupa.

De hecho, los límites en este tipo de garantías son claves para que un asesor financiero encuentre el seguro de RC Profesional que mejor se pueda ajustar a sus necesidades, en un entorno en el que, como indica De la Huerta, “las normas son dinámicas y no estáticas, por lo que tienden a evolucionar con el fin de buscar la protección de clientes y regular estrictamente la profesión”. Es decir, un contexto en el que las coberturas para el asesor financiero deben evolucionar con él, no solo en virtud de su propia actividad sino en virtud de la propia dinámica legislativa.

Cómo escoger la póliza adecuada

Dentro del abanico de seguros de Responsabilidad Civil Profesional que existen en la actualidad para los asesores financieros, hay diferentes grados de coberturas, por lo que es fundamental antes de contratar el seguro leer el contenido del contrato en el que se especifican los límites de la póliza, de modo que se ajuste a las necesidades reales que puede precisar cualquier profesional en el ejercicio de su labor.

Héctor de la Huerta afirma que los eventos profesionales que causan por regla general un mayor número de siniestros en las pólizas de Responsabilidad Civil que gestiona la entidad son “la información incorrecta de tarifas y comisiones, la evaluación errónea del perfil del inversor o del cliente, y el mal suministro del precio de los productos financieros”.

Además, este experto señala que “los ámbitos que cualquier asesor financiero deben procurar tener siempre cubiertos a través de un seguro, además de la propia responsabilidad civil, son los referentes a la inversión en *startups* y la intermediación en créditos hipotecarios”.

En paralelo, añade que disponer de una adecuada formación y capacitación, así como mantenerse actualizado tanto sobre las regulaciones como en relación a las mejores prácticas del sector son una garantía para evitar errores y, por lo tanto, reducir sensiblemente el riesgo de responsabilidad civil.

Lluch, por su parte, lamenta que, a día de hoy, “muchos seguros que se ofrecen a quienes operan con el conocimiento, son productos no diseñados especialmente para ellos, que se tunean con alguna cláusula

→ LA INFORMACIÓN incorrecta de tarifas, la evaluación errónea del perfil inversor y el mal suministro del precio de los productos son las reclamaciones más habituales.

con mayor o menor claridad”. Por ello, advierte de que “quien quiera un buen seguro para asesoramiento financiero debería recurrir a un contrato diseñado para cubrir errores u omisiones y perjuicios patrimoniales puros, no daños materiales y personales. Los aseguradores de alto nivel ofrecen seguros con estructura

todo riesgo donde se cubre todo cuanto no se excluye”.

En todo caso, Lluch también señala que los asesores financieros deben tomarse su tiempo antes de escoger una póliza de RC Profesional, dado que seguramente sea algo de lo que se acordarán en el futuro. “Los asesores financieros deben cuidar en extremo el cumplimiento de sus obligaciones formales con los clientes y sus proveedores y aplicar una correcta gerencia del riesgo que minimice los efectos potenciales y reduzca la probabilidad de ocurrencia. En caso de que exista una conducta negligente, el profesional valorará la fortaleza de su póliza de RC que, por ejemplo, evite que en el peor de los escenarios le haga que pueda llegar a perder su licencia profesional”, concreta. →→→

Comunicación de marketing

Invertir en empresas estadounidenses de alta calidad con valoraciones atractivas.

Fidelity Funds America Fund

Un enfoque diferenciado de la inversión en valor.



Toda la información del fondo en este QR



El valor de las inversiones que generan pueden bajar tanto como subir, por lo que usted/el cliente podría no recuperar la cantidad invertida. Las inversiones deben realizarse teniendo en cuenta la información en el folleto vigente y en el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI), que están disponibles gratuitamente junto con los informes anuales y semestrales a través de nuestros distribuidores y nuestro Centro Europeo de Atención al Cliente: FIL (Luxembourg) S.A. 2a, rue Albert Borschette BP 2174 L-1021 Luxembourg, así como en www.fondosfidelity.es. Fidelity/FIL es FIL Limited y sus respectivas subsidiarias y compañías afiliadas. Fidelity Funds es una sociedad de inversión colectiva de capital variable constituida en Luxemburgo. Fidelity Funds está inscrita en CNMV con el número de registro 124, donde puede obtenerse información detallada sobre sus entidades comercializadoras en España. Fidelity, Fidelity International, el logotipo de Fidelity International y el símbolo F son marcas de FIL Limited. Emitido por FIL (Luxembourg) S.A. CS1053

→→→ Tanto Lluch como De la Huerta afirman, de todos modos, que la oferta actual de seguros de Responsabilidad Civil Profesional para asesores financieros en España es suficiente, aunque se subraya la recomendación de acudir a entidades aseguradoras que ofrezcan productos específicamente diseñados para estos profesionales. En este sentido, Carlos Lluch añade que “el mercado de seguros para el sector financiero se encuentra concentrado en muy pocos actores, si bien estos, en general, son adecuados especialistas”.

Límites regulatorios

Existen varias leyes vigentes que, de un modo u otro, resaltan la idoneidad de disponer de una póliza de RC Profesional por parte de los asesores financieros. Uno de los ejemplos más claros es el de la Ley 2/2009, que regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito, que establece la obligación en España de inscribirse en un registro público y la condición previa de contar con una póliza de RC Profesional para realizar esa inscripción.

Por su parte, el Real Decreto 106/2011 fija las condiciones para esa póliza de Responsabilidad Civil en el caso específico de los agentes financieros:

- 300.000 euros para el primer año y por cada establecimiento en los que la empresa desarrolle la actividad.
- Actualización en función del índice de precios al consumo o el 30% de la facturación (el que resulte mayor).
- A efectos de aplicación de este límite, se consideran un solo siniestro todos los derivados del mismo hecho.

	PARA QUÉ SIRVE	TIPO DE ASEGURADO	PRINCIPALES GARANTÍAS
RC GENERAL	Cubre la responsabilidad del asegurado por daños materiales o personales causados a terceros.	Destinada a profesionales que tienen acceso a la propiedad de un cliente.	Daños materiales y personales a terceros, gastos de defensa y fianzas.
RC PROFESIONAL	Cubre los perjuicios económicos causados a terceros como consecuencia del ejercicio de la actividad profesional.	Dirigida a las personas que brindan servicios profesionales a terceros.	Negligencia, errores profesionales y omisiones derivadas de su actividad profesional.

RC Profesional versus RC General



Con carácter general, los Seguros de Responsabilidad Civil son una herramienta eficaz para garantizar la protección del patrimonio del asegurado ante cualquier potencial reclamación por daño y perjuicios.

Además de las pólizas de RC generales, existen también los Seguros de RC Profesional, que tienen como objetivo responder a las consecuencias económicas derivadas de una reclamación por daños personales, materiales y perjuicios como consecuencia de la actividad profesional de una compañía o de un profesional. También se ocupan de cubrir los perjuicios patrimoniales causados a terceros por un error o falta profesional cometida por el asegurado.

Mientras un Seguro de RC General cubre los daños personales, materiales y económicos a terceras personas, una póliza de RC Profesional abarca la cobertura de los daños económicos que se puedan generar por errores, omisiones o negligencias en la ejecución de una actividad profesional, ya que contempla los daños causados por el profesional o por las instalaciones en donde ejerce su actividad profesional. De hecho, un seguro de RC General contempla en su cobertura el ejercicio de la actividad profesional, pero sin incluir negligencia o error de carácter profesional.

Sin embargo, una póliza de RC difiere en varios elementos de una de RC Profesional, por lo que es importante valorar sus garantías y prestaciones antes de suscribir cualquiera de ellas. ✳

Los agentes financieros, como personas físicas o jurídicas a las que una entidad de crédito otorga poderes para actuar frente a la clientela en nombre de esta, para ciertas actividades como la negociación o formalización de operaciones financieras, o el asesoramiento financiero, tienen especi-

ficados sus cometidos en el Real Decreto 84/2015, que desarrolla la Ley 10/2014 de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito. Entre ellos, se afirma que es necesario (aunque no se resalta la obligatoriedad de su suscripción) contar con un seguro de RC Profesional para hacer frente a una

posible reclamación de un tercero, de manera que, llegado el caso, se pueda responder económica y moralmente para la reparación de un daño.

Junto a los límites económicos establecidos, los contratos de exclusividad que se firman entre los agentes financieros y las entidades a las que representan determinan el importe de la cobertura del seguro. En el caso de la responsabilidad civil profesional, oscila entre los 150.000 euros,

→ **UNA ADECUADA formación y capacitación, y mantenerse actualizado sobre la regulación son garantías para evitar errores y reducir el riesgo de responsabilidad civil.**

300.000 euros, 600.000 euros y 1.000.000 de euros. Mientras en otras categorías, estos baremos difieren: en la cobertura de accidentes laborales o la responsabilidad patronal es de 150.000 euros; en la garantía de responsabilidad civil de explotación es de 150.000 euros; en tanto que las reclamaciones por infidelidad de empleados suelen tener límites que oscilan entre 100.000 euros y 200.000 euros.

Globalbrok cubre a los asociados de EFPA

En la actualidad, se comercializan en España distintas pólizas que pueden suscribir los asesores financieros para gozar de un amplio abanico de coberturas. La correduría de seguros **Globalbrok** mantiene un acuerdo con EFPA España para ofrecer a sus socios una cobertura de responsabilidad civil profesional, que cubra a estos asesores financieros por sus actividades profesionales.

Globalbrok, cuyo responsable es **Carlos Herrera**, acaba de cerrar un acuerdo de distribución para ofrecer una solución para el seguro de Responsabilidad Civil Profesional de Agentes Financieros y EAF con Dual Ibérica, la mayor Agencia de Suscripción internacional del mundo y el mayor coverholder de Lloyd's. De esta manera, los socios de EFPA podrán cubrir su actividad en condiciones ventajosas gracias a este nuevo acuerdo con Dual Ibérica.

Por su parte, **Berkley** comercializa un seguro de RC Profesional destinado a diversas profesiones, entre ellas, la de asesor financiero, que protege frente a reclamaciones de terceros perjudicados por un error o negligencia en la actividad



CARLOS HERRERA
Responsable de
Globalbrok

profesional, bajo el formato claims made. Es decir, la aseguradora cubre la reclamación recibida durante la vigencia de la póliza, aunque el hecho causante haya ocurrido antes de su contratación.

También ofrece un seguro de RC para asesores financieros el **Consejo General de Economistas**, en colaboración con **AXA**. En este caso, se ofrece una póliza de RC Profesional dirigida específicamente a las empresas de asesoramiento financiero con un límite máximo de indemnización de un millón de euros por siniestros derivados de errores, omisiones o negligencias profesionales cometidas en el desarrollo de la actividad. Como coberturas adicionales, se suman las de infracción en materia de protección de datos de carácter personal en el ejercicio de la actividad profesional o las posibles reclamaciones que se reciban por daños de expedientes o documentación en poder del asegurado. ●

BENEFICIOS CON PROPÓSITO.

Ahora puedes centrarte en la rentabilidad sin perder de vista aquello en lo que crees. Visita schroders.es/mas-alla-del-beneficio

Capital en riesgo.

Publicado por Schroder Investment Management (Europe) S.A., Sucursal en España, sociedad gestora extranjera, inscrita en los Registros Oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con el número 20.

MÁS ALLÁ
DEL BENEFICIO

Schroders



El poder de convocatoria de Warren Buffett es incontestable y no hay buen gestor y analista que se precie que no desee acudir a alguno de sus encuentros anuales en Omaha.

Entramos en el santuario de Warren Buffett

Se ha convertido en una peregrinación de más de 40.000 personas, que desean escuchar al Oráculo de Omaha con motivo de la reunión anual de su principal compañía, Berkshire Hathaway. Nuestra revista estuvo allí y vivió de forma directa lo que el propio Warren Buffett califica del "Woodstock para capitalistas", uno de los eventos más masivos del mundo de las finanzas. Por **LUIS TORRAS**.

“What gives you opportunity as a long term investor is people doing dumb things.” **Warren Buffett.**

Durante décadas, **Warren Buffett** y **Charlie Munger** han sido los anfitriones de la ahora multitudinaria reunión anual de accionistas de **Berkshire Hathaway**. La reunión se realiza en la ciudad natal de Buffett y Munger, Omaha, una pequeña localidad situada en el curso del río Missouri entre los estados de Nebraska y Iowa, en pleno *midwest* americano. Se trata de una localidad de cerca de medio millón de habitantes, conocida principalmente por su zoo –del que todo el mundo habla maravillas– y por justamente albergar la sede de Berkshire Hathaway, el vehículo inversor de Warren Buffett.

Lo más destacable de Omaha es su centro histórico, unas bonitas calles con adoquines rojizos y edificios de obra vista rodeados por unos amplios porches de madera con sabor a *far west*. En estas calles uno puede perderse por los desordenados pasillos de la **Jackson Street Bookshop**, una librería con todo tipo de libros de segunda mano que parece extraída de una novela de **Ruiz Zafón**. Este año me tropecé de casualidad con una primera edición del voluminoso libro *History of the City of Omaha*, de 1894, de **James Savage** y **John Bell**. En su primer capítulo descubro, como sucede con

otros tantos enclaves de la amplia geografía de Estados Unidos, que los primeros en explorar estas tierras fueron los españoles en el siglo XVI, que tras la conquista de México organizaron diversas de las primeras expediciones por el Nuevo Mundo, casi tres siglos antes de la célebre expedición de Lewis y Clark impulsada por el presidente Jefferson.

Omaha tiene una climatología cambiante y extrema, casi siempre muy difícil de predecir, donde en un mismo día puede alternarse con facilidad la lluvia con un sol espléndido; como si el clima quisiera emular el comportamiento de los mercados e impregnar carácter a los habitantes del lugar.

Pese a su aparente aislamiento, Omaha ocupa un enclave estratégico

→ LA PEREGRINACIÓN a Omaha no es un encuentro, es una experiencia. Un Port Aventura para inversores y ahorradores.

dentro de lo que se conoce como *corn belt* (también conocido como medio oeste), que va desde las dos Dakotas, Nebraska y Kansas en el oeste, hasta los estados de Michigan, Ohio y Kentucky en el este; una región que concentra cerca del 80% de la producción agrícola de Estados Unidos. Bajo el suelo del estado de Nebraska no hay petróleo como en Texas, pero hay un recurso igualmente valioso: agua, embalsamada en el

subsuelo del acuífero de Ogalla, la mayor reserva de agua potable del país y que soporta la enorme producción de las grandes llanuras. Omaha ha sido siempre considerada la “puerta del oeste”. Su historia moderna está muy vinculada al desarrollo de la tecnología del transporte: primero con las caravanas (hoy símbolo de la conocida Wells Fargo); más tarde con el transporte fluvial a través del sistema del Mississippi-Missouri; y, finalmente con el desarrollo del ferrocarril a partir de la década de 1850 y 1860, cuando Omaha se convertirá en uno de los nudos de la red de la Union Pacific que unirá las dos costas del país. Los *Buffett*, emigrantes de origen francés y con cierta fama de tacañones, granjeros en Long →→→

Aprendiendo del Oráculo

Invertir sabiendo lo que se compra

1

Una de las cosas en la que Buffett lleva insistiendo décadas en estas reuniones, es en poner el foco en el negocio, no en la cotización o lo que vayan a hacer los mercados a corto plazo. Para Buffett la pregunta clave que uno debe saber responder a la hora de invertir es cuál será la productividad del capital de un negocio a largo plazo. Si uno no es capaz de emitir un juicio razonable, lo mejor es pasar y buscar otra cosa. Buffett y Munger son célebres por desdeñar la dispersión tan frecuente en las carteras de inversión donde se invierte sin conocimiento ni convicción de los negocios en los que se invierte.

Actualmente, aproximadamente un 40% de su cartera se concentra en Apple. Para Buffett la manera de gestionar el riesgo es conocer y entender los negocios en los que se invierte –lo que requiere conocer cuál es nuestro círculo de competencia–, y ser capaz de adquirirlos con cierto margen de seguridad. A este respecto, Buffett destacó que la inversión en valor, las oportunidades y ventajas que *Mr. Market* de a los inversores a largo plazo no se agotarán porque la gente sigue y seguirá haciendo “cosas estúpidas”, en referencia al corto placismo y enorme emocionalidad de los mercados, que suponen una ventaja competitiva. El matiz (como siempre) lo puso Munger al argumentar que ciertamente el *value investing* era más fácil antes que ahora, por el incremento en la competitividad relativa del mercado con respecto a hace tan solo unos años. ✨

→→→ Island, se trasladaron a Omaha por esta misma época.

Seguramente sea por eso que Omaha ha contado siempre con cierta burguesía local, muy vinculada a la actividad agrícola y ganadera en sus inicios, más tarde ligada al transporte y a la banca; y finalmente (en la actualidad) a los seguros y la inversión. Durante los días que dura la junta es fácil cruzarse con **Guy Spier** (Aquamarine), **Monish Pabrai** (Pabrai Funds), **Tom Gayner** (CEO de Markel, una “mini Berkshire” en modelo y cultura), **Rob Vinall** (RV Capital), **Francois Rochon** (Giverny Capital), o el legendario inversor **Chuck Akre** (Akre Funds), tanto por las calles de Omaha como en los muchos eventos y encuentros que rodean la junta de Berkshire. También con grandes autores como **Lawrence Cunningham**, **Robert Hagstrom**, **Tedd Finkle**, **Adam Mead**, **Robert Caldiani** (autor de uno de los libros favoritos de Munger), y personalidades como **Bill Gates** (que durante muchos años fue consejero de Berkshire) o **Tim Cook**, CEO de Apple, de la que Berkshire es uno de los principales accionistas.

La peregrinación a Omaha no es un encuentro, es una experiencia. Un Port Aventura para inversores y ahorradores que pueden participar esos días en conferencias y reuniones de todo tipo. Conocer mejor Berkshire, pero también conocer a inversores de todo

→ **BUFFETT Y MUNGER** volvieron a señalar que se equivocan a menudo con sus decisiones de inversión.

el mundo.

Pese a la complejidad del grupo, Buffett da cuentas de los resultados de Berkshire en apenas diez minutos, utilizando tres láminas sin ningún tipo de adorno, donde reporta la evolución del resultado operativo (Ebit) de los diferentes negocios, las principales métricas del negocio asegurador, y los cambios en el valor de mercado de la cartera de inversiones cotizadas del grupo. A partir de ahí, todo gira en torno a un larguísimo turno de preguntas que se extiende prácticamente durante todo el día. Las preguntas abordan casi cualquier tema de actualidad, desde el estado de la economía y los

mercados, los avances tecnológicos como la Inteligencia Artificial, recomendaciones de libros, o el complejo tablero global internacional.

Berkshire: una compañía singular

Berkshire Hathaway es la compañía más excepcional y singular del Forbes 500. Presidida desde hace 57 años por Warren Buffett (92 años), el CEO más proveyecto del mundo, en el que es ya el “reinado corporativo” más longevo de la historia del capitalismo. Berkshire es también singular por su cultura corporativa, una de las más estudiadas y admiradas del mundo; se estima que de Buffett y Berkshire se hayan podido publicar más de 300 libros. Berkshire es la mayor empresa del mundo por patrimonio neto, la séptima por capitalización bursátil en Estados Unidos. Buffett está

entre los diez hombres más ricos del mundo (una fortuna concentrada en sus acciones de Berkshire, de las que nunca ha vendido una acción), el único de esta lista que no es ningún emprendedor y con un patrimonio cuyo origen descansa en el oficio de invertir. Berkshire no paga dividendos (tan solo lo hizo una vez, y para Buffett fue un error), no facilita *guidance* sobre sus beneficios trimestrales, ni se reúne con analistas *sell-side* de Wall Street. Tampoco hace reuniones privadas con grandes inversores, y es la única gran empresa de Estados Unidos que no publica memoria ESG (ni tampoco RSC, cuando estaba de moda). Buffett, a diferencia de otros CEOs, procura mantener su agenda despejada, planificar poco, y de esta manera estar disponible si alguien le llama y, sobre todo, para poder tener tiempo para leer, de todo, aunque esencialmente informes anuales. Y pensar.

Aprendiendo del Oráculo

No confundir precio con valor

2

Uno de los mantras de Buffett es recordar constantemente que “el mercado está para servirte, no para instruirte”, en el sentido de que *Mr. Market* nos da liquidez diaria por nuestras acciones, pero esto no quiere decir que este precio al que nos ofrece o compra nuestras acciones tenga sentido: la mayoría de las veces este precio estará lejos de su precio justo, ya sea por arriba o por abajo. Comprar un negocio por debajo de lo que vale, aprovechando la volatilidad y orientación a corto plazo del mercado, es en lo que consiste la inversión en valor. Buffett destacó a este respecto que las oportunidades para los inversores pacientes seguirán existiendo por la persistencia de la gente a hacer cosas estúpidas, pese a la evidente democratización de la información y acceso más abierto a los mercados, la condición humana sigue siendo la misma. ✨



El autor de este reportaje, Luis Torras, en Farnam Street ante la casa de Warren Buffett, un lugar de visita casi obligada para quienes se acercan a Omaha a escuchar al gran inversor.

Desde que Buffett está al frente de Berkshire Hathaway (1965), ha obtenido un retorno anual acumulativo del 20% en comparación con el 10% del S&P 500 (y eso sin ajustar la volatilidad), un éxito que se apoya en aproximar los mercados poniendo el foco en los negocios con una visión de “empresario-propietario” (*owner mindset*). Buffett no ve acciones, ve negocios; no ve accionistas, ve socios. Unos elementos que también explican la predicación, admiración e influencia que Buffett tiene hoy en el mundo de la inversión y que no tiene parangón con ningún otro inversor.

La reunión de accionistas es también singular. La primera de estas reuniones tuvo lugar en 1973, en la cafetería de una de las subsidiarias del grupo. Se trataba de un encuentro

discreto, y donde la proximidad entre Buffett y Munger era total. En 1981, en plena fiebre de LBOs y demás operaciones corporativas apalancadas en aquel entonces lideradas por Henry Kravis, solo asistieron 12 personas, pese a ya más que sorprendente buen rendimiento del conglomerado de Buffett. En 2023, se estima que cerca de 40.000 personas asistimos a la junta, más cientos de miles que la siguieron por *streaming* en

→ PESE a la complejidad del grupo, Buffett da cuentas de los resultados de Berkshire en apenas diez minutos, utilizando tres láminas.

los cinco continentes.

El salto mediático de Buffett se produce paradójicamente en uno de sus momentos más difíciles cuando tuvo que asumir el liderazgo de **Salomon Brothers** en 1991 tras la dimisión del anterior CEO, **John Gutfreund**, cuya gestión había sido respaldada por Buffett en varias ocasiones. Gutfreund no supo gestionar el escándalo en el que se había visto involucrada la compañía al ser condenada por manipular las subastas primarias de bonos del Tesoro americano, y por la que se le impuso la multa más onerosa jamás impuesta a un banco estadounidense, 250 millones de dólares. Fueron unos momentos de gran fragilidad para Buffett que vio cómo peligraba su activo más preciado: su reputación.

Buffett era ya un veteranísimo inversor, cuyo éxito no solo se explicaba por su pericia a la hora de adquirir negocios, sino también por su integridad personal. Cuando tuvo que declarar ante el congreso, el sabio de Omaha cogió el toro por los cuernos y en una breve intervención pidió disculpas al pueblo americano en su nombre y en el de los 8.000 empleados de la compañía, ofreciendo al regulador toda la colaboración posible para aclarar los hechos y dirimir responsabilidades. Buffett concluyó su célebre intervención con una frase que ya forma parte de su almanaque de sabiduría: *“Lose money for the firm, and I will be understanding; lose a shred of reputation for the firm, and I will be ruthless.”*

Esto situó a Buffett en el foco mediático de manera definitiva, pasando a representar algo distinto a la manera de hacer de Wall Street. El modelo Buffett es diferente, un capitalismo de vieja escuela, orientado al largo plazo, y articulado alrededor de la responsabilidad personal y el sentido común.

“The goal of each investor should be to create a portfolio that will deliver him or her the highest possible look through earnings a decade or so from now.”

Warren Buffett, Berkshire Hathaway 1991 Letter →→→

→→→ El modelo Berkshire Hathaway

Berkshire Hathaway es un conglomerado asegurador, industrial y financiero. Se trata de un grupo muy particular, lejos de los anacrónicos y burocráticos conglomerados que dominaron el paisaje capitalista de Estados Unidos durante los 60 y los 70. Al contrario, Berkshire se caracteriza por una cultura tremendamente ágil y descentralizada.

Greg Abel, que está llamado a sustituir a Buffett cuando ya no esté, es el responsable de lo que en Berkshire llaman *operative business*, principalmente ferrocarriles y energía, y el resto de participaciones industriales que la compañía controla al 100% (a cierre de abril, la compañía contaba con 63 filiales). **Ajit Jain** es el responsable de la actividad aseguradora, una gestión caracterizada por la prudencia en la concesión, que permite generar un oneroso capital flotante ("float"). Esto es la diferencia entre las primas recaudadas y el coste de cubrir la siniestralidad del capital asegurado: una partida clave dentro del balance de Berkshire y que hoy asciende a la importante cifra de 165.000 millones de dólares. No son fondos



De izquierda a derecha y siempre junto a Luis Torras: **Mohnish Pabrai**, el llamado Warren Buffett indio; **Chuck Akre**, legendario inversor en valor, fundador de Akre Fund; **Gautam Baid**, inversor indio y autor del best seller "The Joys of Compounding".



Aprendiendo del Oráculo

Valoraciones y tipo de interés

El gran tema de los últimos años ha sido la inflación y la subida de tipos, que ha tenido un efecto muy significativo sobre la valoración de los activos financieros. En muchas ocasiones, Buffett se ha referido a los tipos de interés como la "fuerza de la gravedad" para la valoración de los activos, donde existe una relación de enorme sensibilidad. Sin embargo, no todos los activos han ajustado sus valoraciones con la misma intensidad y rapidez. Preguntado por el *Comercial Real Estate (CRE)*, Buffett destacó que Berkshire tiene una exposición muy limitada, y también aprovechó para lanzar alguna crítica al sector del capital riesgo en general y la manera en la que se reportan las valoraciones, donde en muchos casos no se han ajustado. El problema de buena parte de la inversión en el sector del *real estate*, señaló Buffett, es que la valoración demasiadas veces acaba dependiendo casi exclusivamente de la capacidad de apalancamiento del comprador, lo que añade ciclicidad al sector. Munger añadió como ahora el sector está en proceso de descubrir que muchas inversiones igual eran rentables con un coste de endeudamiento al 2,5%, pero que han dejado de serlo con un coste de endeudamiento al 5%. ✱

propios, pero sí un fantástico manantial de liquidez (un depósito que no necesita ser remunerado) disponible para invertir y que ha permitido a Buffett maximizar el carácter contracíclico de sus inversiones, evitando, como pasa con los fondos

de inversión, que los partícipes entren dinero al calor de la subida de las Bolsas, cuando todo está caro, para luego retirarlo en momentos bajistas cuando las oportunidades se multiplican. Para el inversor **Bill Ackman**, presidente de **Pershing Square** -otro vehículo que

busca un diseño resistente al ciclo del capital y la psicología bursátil-, señalaba en una de sus últimas cartas cómo el modelo Berkshire es *the best you can get* y supone una ventaja competitiva fabulosa para Buffett a la hora de invertir.

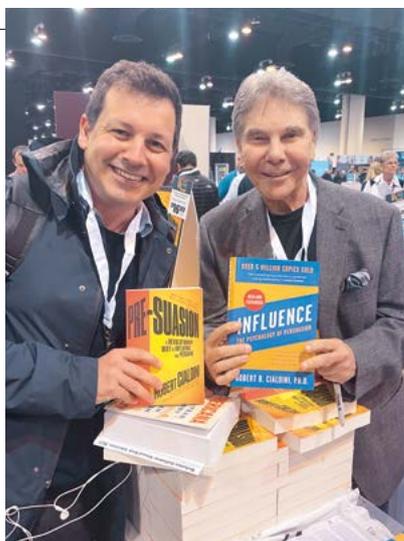
Por último, Buffett y Munger se encargan de cómo se emplea la enorme cantidad de fondos que genera la compañía, y de la supervisión general, incluida la cartera financiera seguida por inversores de todo el mundo. Esta cartera financiera se gestiona conjuntamente con **Tedd Comps** y **Ted Weschler**, que tienen delegada la gestión de parte de este pilar de la compañía hoy valorada en 350.000 millones de dólares (un volumen enorme que, como señala el propio Buffett, hoy es una desventaja a la hora de capturar oportunidades de valor, más abundantes en el segmento de empresas más pequeñas y

medias). Las inversiones financieras representan hoy un 48% de la capitalización bursátil de la compañía (725.000 millones, en el momento de escribir estas líneas), y con unos fondos propios de 472.000 millones.

Estructura de Berkshire Hathaway

El modelo de Berkshire consiste en una colección de buenos negocios, duraderos, predecibles y con una buena rentabilidad sobre el capital invertido, con un motor asegurador que da estabilidad a la liquidez. Se trata de un SPV diseñado para maximizar el interés compuesto del ahorro a largo plazo.

Berkshire es lo que se conoce como una *serial acquirer*, es decir, una empresa que crece a través de adquirir otros negocios, una de las ocupaciones más habituales de Buffett durante todos estos años y que explican el enorme crecimiento del valor de la compañía al que hacíamos antes referencia. Entre las adquisiciones más icónicas encontramos la operación de **Nebraska Furniture**, **GEICO**, **See Candie's**, **NetJets**, **Wesco Financial**, y hasta un total de algo más de 80 adquisiciones desde 1964, año en el que Buffett adquirió Berkshire Hathaway y que hoy sirve de matriz. Unas



De izquierda a derecha y siempre junto a Luis Torras: **Robert Cialdini**, autor de uno de los libros que más recomienda el principal socio de Buffett, Charlie Munger; **Lawrence Cunningham**, autor de los ensayos de Warren Buffett, consejero en *Constellation Software* y *Marker Corporation* (conocida también como la "mini Berkshire"); **Rob Vinnall**, gestor del *hedge fund* RV Capital.

adquisiciones en las que la clave ha sido siempre dar con negocios duraderos sin sobrepagar por ellos.

De hecho, la adquisición de Berkshire, entonces por parte de **Buffett Partnership**, es bastante icónica y ayuda a entender la mentalidad de Buffett como inversor en valor; además de también ser uno de sus mayores errores como inversor. Berkshire Hathaway es el resultado de la fusión en 1955 entre dos viejas glorias del sector textil de Nueva Inglaterra: **Berkshire Fine**

Spinning Associates y Hathaway Manufacturing.

La compañía resultante empleaba a 12.000 empleados con 120 millones de dólares en facturación. Para cuando la compañía atrajo la atención de Buffett en 1962, Berkshire operaba en un sector en declive, sin capacidad de competir contra la fuerza pujante de los países emergentes. Siguiendo la filosofía de su mentor Ben Graham, Buffett veía en Berkshire lo que se llamaba "empresa colilla" (*cigar butt* o *net-net*, es

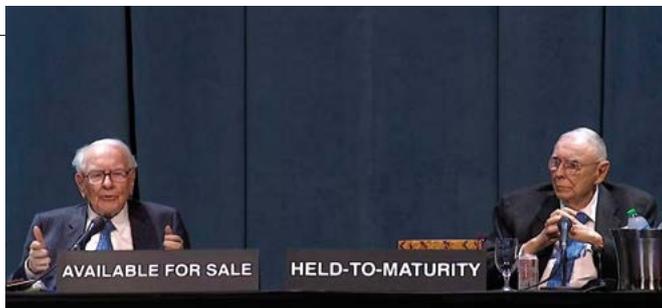
decir, compañías que cotizan por debajo del valor de sus activos corrientes). Generalmente, empresas en negocios decadentes o en problemas, pero que debido a cotizar a precios extremadamente deprimidos, se les podía sacar una última "calada", según señala **Ben Graham** en su libro "El inversor inteligente" (Deusto 2022).

Cada vez que Berkshire cerraba una planta la acción subía, ya que la compañía liberaba un capital que podía retornarse a los accionistas en forma de recompra de acciones. Si uno era capaz de comprar a un precio suficientemente bajo, podía asegurarse un retorno más que decente sin apenas incurrir en riesgo. Buffett empezó a comprar acciones a 7,60 dólares, cuando el valor de los activos netos por acción lo estimaba en 19 dólares a partir de la valoración en libros (una de las métricas de valoración favoritas para Buffett). En 1965, **Buffett Partnership** tenía intereses en la compañía por valor de →→→

Aprendiendo del Oráculo Gestión de expectativas

Otra de las ideas más repetidas de Buffett, también de Munger, a la hora de tener éxito en la vida y en las inversiones, es la de mantener una buena gestión de expectativas. "I would advise value investors to be happy with lower returns in the future," apuntilló Munger. Una advertencia que llevan dando desde hace años y que forma parte central de su credo como inversores. Eso no es óbice para que (especialmente) Buffett, se muestre siempre optimista con respecto al futuro. De hecho, una de las cosas admirables de ambos es la pasividad y realismo con los que aceptan la volatilidad e incertidumbre consustancial del mercado, sabedores de que el tiempo pone todo en su sitio. *

→→→ 14 millones de dólares. Esta importante posición inquietó al anacrónico equipo directivo de Berkshire que ofertó recomprar su paquete de acciones a 11,5 dólares. Buffett inicialmente aceptó. Sin embargo, cuando recibió la oferta formal la junta directiva había bajado el precio a 11,38 dólares la acción. Una decisión que hizo enfurecer a Buffett, quizás de las pocas veces en las que el sabio de Omaha se dejó dominar por sus emociones. En represalia, intensificó el proceso de compras de acciones de Berkshire para tomar el control de la compañía y despedir al equipo directivo que estaba llevando la compañía a la ruina. En una entrevista en 2010, Buffett reconocía que si hubiera recibido una oferta de compra por 11,5 dólares, la hubiera aceptado. Aunque luego la trayectoria de Berkshire ha sido meteórica, Buffett siempre ha reconocido que su adquisición fue una cosa tremenda-



Bancos, banqueros centrales y sentido del humor

Como no podía ser de otra manera, en el larguísimo turno de preguntas, se abordó el tema de los bancos regionales y las quiebras que han afectado a algunos bancos, en parte por los efectos de segundo orden que ha provocado la rápida subida de tipos para controlar la inflación. En ese momento, Buffett y Munger, conocidos por su buen sentido del humor, descubrieron dos letreros en los que se podía leer los dos acrónimos de moda: Available for Sale y Held to Maturity. Buffett explicó, con su habitual sencillez, los problemas de la banca derivados de operar con un balance muy apalancado y con descalce de plazos; cuando este descalce es excesivo, la entidad puede quedar muy expuesta, como ha pasado, por ejemplo con Sillicon Valley Bank, quizás el caso más paradigmático. Al mismo tiempo, Buffett defendió el papel de Jerome Powell al frente de la Fed, y dijo no estar preocupado por la situación de los bancos regionales. De hecho, apostó a que ningún ahorrador iba a perder un dólar de sus depósitos. Por último, tampoco se mostró preocupado por el abultado déficit de Estados Unidos. Aquí el contrapunto lo dio Munger que sí expresó su preocupación por una impresión de dinero sin límites, donde se llega a un punto en el que empieza a ser contraproducente. *

mente estúpida. Durante el turno de preguntas de este año, Buffett y Munger volvieron a señalar cómo se equivocan a menudo con sus decisiones de inversión, recordando que la clave en este oficio es “permanecer lo más racional que uno pueda”.

El caso de Berkshire también es significativo de la importancia que ha dado siempre Buffett al buen empleo del capital disponible, dirigiéndolo siempre hacia aquellas alternativas de inversión que tienen un mayor retorno sobre el capital invertido (ROIC). Viendo que el declive en el sector textil era terminal, Buffett decidió abandonar por completo la actividad textil y reorientar Berkshire hacia sectores con mayor productividad del capital. Este giro tuvo dos adquisiciones clave. La compra de **National Indemnity**, la entrada en el sector seguros de la corporación, en 1967, por 8,6 millones de dólares. Y la compra del banco (otro de los sectores clave dentro del círculo de competencia de Buffett) **Illinois National Bank**, en 1970, y que en su momento paso a representar el 44% de los fondos propios de Berkshire Hathaway. Dos adquisiciones clave y que configuran las bases de lo que hoy conocemos como “modelo Berkshire”. ●

“You should write your obituary and then try to figure out how to live up to it.”

Warren Buffett,
reunión general de inversores 2023



Omaha es la mayor ciudad del estado de Nebraska con casi medio millón de habitantes. Tiene el mercado de ganado y el centro de empaquetado de carne más grande de EE. UU. Posee buenos museos y una atractiva librería.

5/7

Este número es indicativo del riesgo/rentabilidad del producto, siendo 1/7 el menor y 7/7 el mayor

Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75

La gama de fondos Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI permite invertir de manera responsable¹ en cualquier entorno de mercado.

es.allianzgi.com



“Esto es una comunicación publicitaria. Consulte el folleto informativo del fondo y el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) antes de tomar una decisión final de inversión”

¹Fondo catalogado como artículo 8 según el Reglamento de Divulgación de Finanzas Sostenibles (SFDR). La información es exacta en el momento de la publicación. Los inversores deben tener en cuenta todas las características y/u objetivos del fondo tal y como se describen en su folleto y DFI (regulatory.allianzgi.com).

*© 2007 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información aquí incluida: 1) está protegida para Morningstar o su proveedor de contenido por derechos de autor; 2) no puede ser reproducida ni distribuida; y 3) no se garantiza que sea correcta, que esté completa ni que esté actualizada. Morningstar y sus proveedores de contenido no asumen responsabilidad alguna por cualesquiera daños o pérdidas que puedan derivarse del uso de la información presentada. La rentabilidad obtenida en el pasado no es garantía de los resultados futuros. Para las calificaciones de Morningstar se consideran fondos de un grupo de homólogos con al menos tres años de existencia. Como base de la calificación se utiliza la rentabilidad a largo plazo, teniendo en cuenta las comisiones y el riesgo. Como resultado, los fondos se puntúan con estrellas, que se calculan mensualmente. El 10% de los mejores fondos reciben cinco estrellas, el 22,5% siguiente cuatro, el 35% siguiente tres, el 22,5% siguiente dos y el 10% de los peores fondos una estrella. Las clasificaciones, calificaciones o premios no son indicaciones de la evolución futura y pueden cambiar con el paso del tiempo. Ratings a fecha de 28 / 02 / 2023. Una clasificación, una calificación o un premio no proporcionan un indicador de resultados futuros ni son constantes en el tiempo. Los resultados pasados no predicen la rentabilidad futura.

Las inversiones en instituciones de inversión colectiva conllevan riesgos. Las inversiones en instituciones de inversión colectiva y los ingresos obtenidos de las mismas pueden variar al alza o a la baja dependiendo de los valores o estimaciones en el momento de la inversión y, por tanto, Usted podría no recuperar su inversión por completo. Allianz Dynamic Multi Asset Strategy SRI 75 es un sub-fondo de Allianz Global Investors Fund SICAV, una sociedad de inversión abierta de capital variable organizada de acuerdo al derecho de Luxemburgo. El valor de las participaciones/acciones que pertenecen a las Clases de Participaciones/Acciones del Subfondo denominadas en la divisa base puede estar sujeto a una volatilidad incrementada. Es posible que la volatilidad de otras Clases de Participaciones/Acciones sea diferente y que sea mayor. El rendimiento pasado no garantiza los resultados futuros. Los fondos pueden no estar disponibles en todos los territorios o ciertas categorías de inversores. Allianz Global Investors Fund SICAV está inscrita para su comercialización en España en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (la "CNMV") con el número 178. Los precios diarios de las acciones/participaciones de los fondos, el documento de datos fundamentales para el inversor, los estatutos/reglamento de gestión, el folleto y los últimos informes financieros anuales y semestrales pueden obtenerse gratuitamente del emisor en la dirección abajo indicada, o en las oficinas de Allianz Global Investors GmbH, Sucursal en España en Serrano 49, 28001 Madrid, en las oficinas de cualquier distribuidor española o en regulatory.allianzgi.com. Lea con atención estos documentos, que son vinculantes, antes de invertir. Esto es material publicitario emitido por Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.com, con domicilio social en Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Fráncfort/M, supervisada por la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. El Resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés, francés, alemán, italiano y español en <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights> Allianz Global Investors GmbH tiene una Sucursal en España, con domicilio en Serrano 49, 28001 Madrid que está inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con el número 10. Marzo de 2022. AdMaster: 2094544.

Value.Shared

Allianz 
Global Investors

Los falsos no residentes en el punto de mira

La Agencia Estatal de Administración Tributaria ha presentado un año más su Plan de Control Tributario. Conocer hacia dónde se dirigen las principales actuaciones de la inspección fiscal es siempre de gran utilidad no solo para los contribuyentes sino, especialmente, para los que velan por el patrimonio financiero de sus clientes. Por **CARLOS AZUAGA**.

Como todos los años, la AEAT (Agencia Estatal de Administración Tributaria) publica su Plan Anual de Control Tributario y Aduanero a través del que informa sobre la estrategia que marcará la labor de su cuerpo de inspectores fiscales a lo largo de todo el ejercicio. Se trata de un amplio documento que aborda las acciones que se llevarán a cabo en el ámbito de las empresas, el mundo digital, aduana, impuestos especiales, etc.

En el caso de los asesores financieros, es importante tomar en consideración las

actuaciones previstas para las personas físicas y grandes patrimonios. El plan mantiene las actuaciones de comprobación de los grandes patrimonios de años anteriores pero, como novedad, añade la comprobación de los que la propia AEAT denomina como “falsos no residentes”. Se trata de aquellos contribuyentes no nacionales que, a pesar de situar su residencia en España, mantienen su tributación por el IRNR (Impuesto Sobre la Renta de No Residentes) y no tributan por su renta mundial. Ante este tipo de contribuyentes,

→ LA ADMINISTRACIÓN lo tiene cada día más fácil para efectuar requerimientos de información a cualquier persona o entidad incluso bajo la amenaza de sanciones si no se colabora.

la AEAT le da especial atención al requisito de permanencia de más de 183 días del año natural en territorio español.

El caso de la cantante Shakira ha supuesto un ejercicio de inspección e investigación para la AEAT muy importante en los últimos años, cuyos resultados trata ahora de aplicar en otras conductas que considere irregulares o, al menos, sospechosas. En el caso de Shakira, lo que los asesores fiscales han constatado es que la inspección tributaria cuenta con una creciente y gran



cantidad de fuentes para controlar los movimientos de las personas. Y es que, según **Jaume Bonet**, socio de **Cuatrecasas**, “la Administración lo tiene cada día más fácil para efectuar requerimientos de información a cualquier persona o entidad (recogido en el artículo 93 de la Ley General Tributaria) y la correlativa obligación de esta de atender el requerimiento (contemplada en el artículo 29.2.f) del mismo texto legal, entre otros), incluso bajo la amenaza de la imposición de sanciones si no se colabora (tal y como prevé el artículo 203 de la Ley General Tributaria)”.

Relacionado también con la residencia fiscal, el plan prevé perseguir conductas de simulación de la residencia fiscal en una comunidad autónoma distinta de la real, con la intención de aprovecharse de una menor tributación. Para ello se llevarán a cabo actuaciones de control de forma coordinada entre administración estatal y autonómica para regularizar conductas de deslocalización interna. **Joan Pons**, abogado/economista y socio de **Audioconsultores ETL GLOBAL** señala que “no tiene sentido alguno simular un cambio de residencia por motivos fiscales, ya sea a otra Comunidad Autónoma o al extranjero, teniendo en cuenta la ingente información de que dispone la

Administración Tributaria a través de todos los medios tecnológicos a su alcance (*big data*)”. Y concreta esta respuesta: “El control de las tarjetas de crédito, telefonía, medios de transporte, consumos energéticos, redes sociales... utilizados por los contribuyentes, junto con las personaciones y requerimientos de información a terceros y a otras administraciones que pueden realizar los actuarios, son herramientas que utiliza habitualmente Hacienda para destruir, en ocasiones muy fácilmente, la residencia fiscal ficticia”.

Luis Viñuales, socio de **Uría Menéndez**, comparte la opinión al afirmar que “cualquier práctica simulatoria en el ámbito tributario puede comportar serias consecuencias adversas”, y añade: “Los cambios de residencia fiscal, legítimos en un entorno legal en el que rige la libertad de circulación de personas y capitales, deben realizarse efectivamente para desplegar efectos tributarios”.

Impuesto sobre el Patrimonio

La colaboración entre la AEAT y las administraciones tributarias de las Comunidades Autónomas, a través de un Censo Único Compartido, ha permitido en los últimos años →→→



JOAN PONS

(AUDIOCONSULTORES ETL GLOBAL)

“Con la ingente información que tiene la Administración Tributaria estatal y autonómica no tiene sentido simular un cambio de residencia”.



LUIS VIÑUALES

(URÍA MENÉNDEZ)

“Las operaciones societarias son un negocio jurídico habitual en el funcionamiento mercantil cuya legítima utilización no debe valorarse con temor”.



JAUME BONET

(CUATRECASAS)

“Históricamente se ha temido que la liquidación de una sociedad pueda motivar una comprobación inspectora. Sin embargo, no hay relación de causalidad entre una cosa y la otra”.

Aceptará los servicios prestados, pero negará que los presta la sociedad, imputándolos directamente al socio”.

Luis Viñuales matiza que “cuestión distinta es la utilización de sociedades que limitan la responsabilidad de los socios y que facilitan la realización de inversiones y de actividades económicas, que es una práctica legal y legítima como confirma reiteradamente la doctrina de los tribunales de justicia”.

Movimientos societarios

Van a ser también sujeto de especial atención los movimientos y esquemas societarios que tienen por objeto la conversión de rentas ordinarias en plusvalías o participación en beneficios con el fin de reducir el gravamen en el IRPF.

Con el mismo objetivo, el Plan hace referencia a que se realizarán actuaciones de seguimiento particular de las operaciones societarias más habituales (como constitución, aumento y reducción de capital, disolución y liquidación, separación de socios, etc.). Se trata de comprobar si las mismas sirven de cobertura para disimular las capacidades económicas de sus propietarios en el IRPF, o de refugio de rentas opacas. Luis Viñuales afirma que “las operaciones societarias son un negocio jurídico habitual en el funcionamiento mercantil cuya legítima

→→→ hacer requerimientos a algunos contribuyentes que no presentaban la declaración del Impuesto sobre el Patrimonio tras el cruce de información sobre la titularidad de bienes y derechos.

El nuevo Impuesto Temporal de Solidaridad de las Grandes Fortunas, aprobado a finales del pasado año, que afectará especialmente a los contribuyentes de Madrid y, en menor medida, a los de Andalucía y Murcia, estrechará todavía más las relaciones entre la AEAT y las administraciones tributarias de esas comunidades a la vista de las declaraciones que se presenten. Aunque será el plan que se presente para el ejercicio de 2024 el que recoja una estrategia inspectora más concreta ante este nuevo impuesto que, en principio, está limitado al 2022 y 2023, aunque podría extenderse a años posteriores.

En el año actual se está trabajando en detectar la titularidad indirecta de

inmuebles mediante sociedades extranjeras y por personas físicas no residentes a los efectos de su tributación en el Impuesto sobre el Patrimonio por obligación real.

Estructuras societarias

Como viene siendo ya habitual, la inspección prestará atención a las estructuras societarias que consisten en interponer sociedades para canalizar rentas de las personas físicas, o desviar indebidamente gastos personales. Además, se extenderá también la comprobación a la interposición de personas jurídicas para remansar rentas pendientes de distribuir por parte de sociedades operativas, alcanzando dicha comprobación a la aplicación indebida del régimen de neutralidad con ocasión de las aportaciones no dinerarias de participaciones.

Según Joan Pons, “la

interposición de sociedades para tributar a tipos impositivos inferiores (25% del Impuesto sobre Sociedades en lugar de los tipos marginales del IRPF, próximos al 50%) y, adicionalmente, reducir la base imponible con gastos personales de los socios fue muy utilizada en el pasado, hasta que hace unos 15 años empezaron las inspecciones, cuyos resultados fueron actas cuantiosas, confirmadas la mayoría de ellas por los tribunales en los últimos años, y que en algunos supuestos han llegado a ser calificadas como delito fiscal”.

Para Jaume Bonet, “las actuaciones comprobadoras se han reducido. Sin embargo, continúan existiendo y se siguen utilizando este tipo de estructuras para reducir la carga fiscal. Si la sociedad no aporta valor alguno a los servicios profesionales que presta, en última instancia, el socio, es muy probable que la AEAT declare la existencia de una simulación relativa.

utilización no debe valorarse con temor. El plan de control tributario 2023 contempla un seguimiento particular al objeto de que no sirvan de cobertura para disimular las capacidades económicas de sus propietarios en el IRPF o sirvan de refugio de rentas opacas”.

Jaume Bonet opina que “históricamente se ha temido que la liquidación de una sociedad pueda motivar una comprobación inspectora. Sin embargo, no hay relación de causalidad entre una cosa y la otra. Respecto del aumento y reducción de capital, no me consta que no se lleven a cabo por temor a una comprobación”.

Joan Pons afirma que “este tipo de operaciones está obligando a que, antes de llevarlas a cabo, se analicen las implicaciones fiscales derivadas de las mismas a efectos de evitar sorpresas en el futuro, en el caso de que sean inspeccionadas, sobre todo cuando hay inmuebles involucrados. Eso sí, las operaciones que se están paralizando son las reestructuraciones de empresas (fusiones, escisiones, canjes de valores...) en la medida en que, en muchas ocasiones, hay dudas sobre sus motivos económicos, que son justamente los que permiten acometerlas, acogidas al régimen fiscal especial de diferimiento”.

Bienes de lujo

El plan controlará la no afectación a la actividad económica de bienes de lujo

(aeronaves, embarcaciones y automóviles de gama alta) o de servicios relacionados con el sector de lujo por parte de personas jurídicas cuya actividad no se encuentre vinculada con el aprovechamiento o arrendamiento de tales bienes. En los últimos ejercicios los asesores fiscales han desaconsejado este tipo de prácticas, frecuente en tiempos pasados.

Jaume Bonet señala que “hay multitud de personas jurídicas titulares de bienes que no están afectos a la actividad que desarrollan y que son utilizados por los socios y sus familiares. En ocasiones resulta extremadamente caro sacar el activo de la sociedad, por lo que la solución es imputar al socio una renta en especie. Si la AEAT comprueba una sociedad con este tipo de activos, la regularización más habitual consiste en imputar todos los gastos soportados por la sociedad para su mantenimiento y conservación al socio como una utilidad, es decir, como si se tratara de un rendimiento derivado de su condición de socio”.

Según Joan Pons, “la adquisición de bienes de lujo no afectos a ninguna actividad económica y que son puestos a disposición de los mencionados socios está siendo calificada por la Inspección como un dividendo sujeto a tributación en sus declaraciones del IRPF y, paralelamente, como gasto no deducible a efectos del

Vuelven los peinados fiscales

Superada definitivamente la pandemia, los inspectores fiscales vuelven a la calle. Es lo que puede concluirse de uno de los objetivos que se marca el Plan de Control Tributario de la AEAT para 2023.

Se trata de recobrar la actividad en las tradicionales visitas que venía efectuando la Agencia Tributaria desde hacía muchos años y que se suelen denominar como “peinados fiscales”. Estas visitas pretenden obtener información, comprobar la fiabilidad y calidad de la información censal, actualizándola si es preciso, y detectar comportamientos irregulares en materia de facturación.

Si bien los planes de visitas se dirigirán a múltiples sectores, durante el año actual se están centrando en el sector de la construcción inmobiliaria, especialmente en rehabilitación y reformas. También se hace referencia a que dichas visitas alcanzarán a los denominados “nidos de sociedades”; esto es, domicilios de simple recepción de correspondencia. *

Impuesto sobre Sociedades, imponiendo además importantes sanciones”.

Transacciones en efectivo

Será prioritario el control de las transacciones realizadas en dinero efectivo al considerar que su amplia utilización está muy vinculada a la economía sumergida.

Se está poniendo una especial atención al uso intensivo de efectivo o al empleo de métodos electrónicos de pago radicados en el extranjero y no sujetos, de hecho o de derecho, a las obligaciones de suministro de información. Se potenciarán las actuaciones coordinadas, incidiendo en aquellos contribuyentes que no admitan pagos por medios bancarios, cuyas rentas se obtengan de entrega de bienes o prestaciones de servicios directamente realizados al consumidor final.

Estrechamente ligado al mundo financiero se encuentran las operaciones que se realizan con monedas virtuales. Durante el año 2022, se mantuvo la atención del control fiscal sobre la inversión en monedas virtuales por los riesgos fiscales que estas operaciones suponen. Para este ejercicio se mantienen las actuaciones iniciadas en años anteriores cuyo objetivo es facilitar el cumplimiento voluntario de las obligaciones tributarias. ●

CON SU PROPUESTA DE
NORMATIVA DE LA ESTRATEGIA
DE INVERSIÓN MINORISTA

La Comisión Europea mueve el mundo del asesoramiento

A la espera de su aprobación formal, los expertos creen que la propuesta de Estrategia de Inversión Minorista presentada el mes pasado por la Comisión Europea va a provocar cambios dentro de la industria. El texto deja abierta la posibilidad de las retrocesiones en determinados casos, recogiendo el clamor de una buena parte del sector.

Por **CRISTINA JIMÉNEZ.**



Buena”, “mala”, “llamada de atención a la industria”,

“oportunidad perdida para proteger a los minoristas”.

El primer texto aprobado por la Comisión Europea de la nueva Estrategia de Inversión Minorista (EIM) –cuyo principal objetivo es aumentar la participación de los inversores *retail* en los mercados– no ha dejado indiferente a nadie. Dado que la normativa ha pasado una fase de consultas, los expertos creen que esta propuesta no diferirá mucho del texto final, cuando haya superado el proceso de aprobación formal de la Comisión y el Parlamento Europeo.

Las reacciones han sido variadas después de que, durante meses, la industria del asesoramiento financiero, no solo de España sino de toda Europa, haya contenido la respiración ante la posibilidad de que se prohibieran totalmente las retrocesiones. Y es que la comisaria europea de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales, **Mairead McGuinness**, había anunciado su intención abolicionista y eso hubiera cambiado radicalmente el panorama del asesoramiento financiero.

Unas declaraciones públicas de McGuinness, afirmando que veía conflictos de interés en las comisiones que los asesores reciben por colocación de productos,

frente al modelo de asesoramiento basado en *fee only* (independiente), había encendido todas las alarmas.

¿Qué cambia?

“En vez de producirse una prohibición total de las retrocesiones tanto en asesoramiento no independiente como en los servicios de distribución (recepción y transmisión de órdenes o “mera ejecución”), se han prohibido únicamente en estos últimos”, explica **Maite Álvarez González-Palenzuela**, abogada experta en regulación financiera de la firma **finReg360**.

Se mantiene por tanto, la posibilidad de cobrar retrocesiones en asesoramiento no independiente.

MiFID II eliminó los

incentivos en la gestión discrecional de carteras y en el asesoramiento independiente. Quedaban, por tanto, dos servicios donde sí podía cobrarse.

Uno era el asesoramiento cuando se presta de forma no independiente y el otro, los servicios de recepción y transmisión de órdenes de clientes o servicios de mera ejecución. Este último es el que se verá afectado con esta propuesta de normativa.

“Al final, el golpe no ha sido tan duro como se esperaba. Es una noticia buena para las entidades del sector, pero es cierto que va a provocar una serie de movimientos, porque ahora mismo hay muchos clientes que siguen accediendo al mercado financiero bajo ser-

vicios no asesorados, especialmente clientes de segmentos más *retail*”, afirma Álvarez.

Dos consecuencias

La experta cree que, una vez aprobada la directiva y cuando se empiecen a aplicar las medidas de la Estrategia de Inversión Minorista, el sector se enfrentará a dos dilemas:

“Por un lado, las entidades continuarán promoviendo entre sus clientes servicios de gestión discrecional de carteras. Este es un servicio en el que, aunque los incentivos están prohibidos, el cliente está dispuesto a pagar ya que percibe el valor añadido.

Además, para las firmas es un servicio muy escalable. Desde la entrada en vigor de MiFID II, detectamos que es un servicio que ha tenido mucho éxito y

creemos que es algo que va a continuar. Por otro, es probable que las entidades quieran seguir trasladando a sus clientes a servicios de asesoramiento donde se puedan seguir cobrando retrocesiones. Nos surge la pregunta de si realmente todos los clientes necesitan estar asesorados y si el asesoramiento va a tener sentido en clientes de segmentos más *retail*”.

Por eso, el sector tendrá que llevar a cabo una reflexión estratégica sobre su modelo de negocio y cuál va a ser la oferta de servicios que quieren prestar a los clientes.

En esto coincide con ella **Gadea de la Viuda**, socia y directora general de **Abante**. “Parece evidente que, en la medida que vaya →→→

Novedades más relevantes

- **Se prohíben los incentivos en el servicio de recepción y transmisión de órdenes, y en la venta informada de productos de seguro con componente de inversión.**
- **Se introduce el concepto *value for money*, por el que las entidades tendrán que justificar el coste de los productos que ofrecen a sus clientes.**
- **Se debe contemplar que el asesoramiento sea más integral, es decir, que incluya factores como el patrimonio o las inversiones que los clientes pueden tener en otras entidades.**
- **Se incluyen novedades también en el test de idoneidad y test de conveniencia. Por ejemplo, en la evaluación de la conveniencia se va a tener que empezar a preguntar también por la tolerancia al riesgo y la capacidad para soportar pérdidas.**
- **Se prevé un modelo normalizado de información sobre costes y gastos.**
- **Se flexibilizan las condiciones para poder ser tratado como cliente profesional. ***

→→→ avanzando la aprobación de la norma, las entidades irán revisando y ajustado sus modelos de negocio, buscando las mejores alternativas para sus clientes adaptadas a la nueva normativa, lo que a priori en el estado actual tampoco parece excesivamente complicado”, dice. Añade, además, que esta evolución de MiFID II debe permitir que convivan distintos modelos de asesoramiento financiero sin que ello contravenga los principios de transparencia, adecuada gestión de los conflictos de intereses y que la relación calidad-precio sea óptima.

Para De la Viuda, la solución mejora la industria y la competencia, y considera que es positivo que existan “distintas formas de *pricing* de los servicios de asesoramiento y que sea el cliente el que pueda escoger la opción que mejor se ajusta a sus preferencias, objetivos financieros y que mejor le proteja”.

Otras novedades

Pero, más allá de las retrocesiones, el texto incluye otras novedades que quizá, en un primer momento, han pasado más desapercibidas y que van a tener mucho calado.

“Una de ellas es que la normativa habla de que las entidades no van a poder recomendar productos que tengan costes adicionales para los clientes sin que estos costes tengan realmente una justificación”, apunta la abogada experta en regulación financiera de la firma



MAITE ÁLVAREZ

(FINREG 360)

“Al final, el golpe no ha sido tan duro como se esperaba. Es una buena noticia para las entidades del sector, pero es cierto que va a provocar una serie de esfuerzos de adaptación”.



GUILLERMO SANTOS

(ICAPITAL)

“La distribución en España pasa por plataformas, pero solo hay dos. No como en el Reino Unido. Por eso, hay que pasar por un banco distribuidor”.



ADELA MARTÍN RUIZ

(BANCO SANTANDER)

“Los clientes tienen ahora la oportunidad de elegir el modelo de servicio de su banco: con pago de comisiones explícitas o bien con las retrocesiones, de forma transparente y con su conocimiento”.



JOSÉ MIGUEL MATÉ

(TRESSIS)

“Habrá que buscar otro modelo para cobrar los servicios. Lo ocurrido es la antesala de una prohibición total de las retrocesiones”.



GADEA DE LA VIUDA

(ABANTE)

“Conforme se vaya aplicando la norma, las entidades irán revisando y ajustado sus modelos de negocio, buscando las mejores alternativas para sus clientes”.



JOSEP SOLER

(EFPA)

“Lo sucedido estos meses es un toque de atención a la industria. No debemos caer en la complacencia”.

finReg360. Esto, en la práctica, podría traducirse en que los inversores minoristas podrán tener acceso a productos de gestión pasiva en la que los costes son menores, si comparamos con la gestión pasiva. Otro de los efectos es que, a medio plazo, las entidades deberían empezar a incorporar en las propuestas de inversión esta tipología de productos pasivos.

Álvarez González-Palenzuela recuerda también que la Comisión Europea ha introducido en el texto el concepto de *value for money* con el que todos los actores de la industria van a tener que lidiar y que en los próximos meses dará mucho que hablar. “Tal y como está redactado a día de hoy el texto de la *Retail Investment Strategy*, si el coste de un producto se separa del precio medio, no podrá distribuirse”, explica la experta en regulación. Esto significa que no podría llegar a ofrecerse ese producto a los clientes”.

Value for money

La medida tendría un impacto muy importante porque, en la práctica, es como poner un tope al precio de los productos. Es limitar el precio que los gestores pueden poner a sus fondos y a otro tipo de productos, lo que puede deteriorar la calidad de estos. “Esta nueva obligación puede suponer impactos muy importantes en la oferta actual de productos, lo que provocará una reflexión profunda respecto de las gamas actuales”, añade Álvarez.

Adela Martín Ruiz, directora para España de Banca

Privada, Gestión de Activos y Seguros de **Banco Santander**, valora el texto positivamente porque abre un mundo de posibilidades para los clientes: “Tienen ahora -dice- la oportunidad de elegir el modelo de servicio que prefieren entre los que les ofrece su banco: bien vía el pago de comisiones explícitas, bien mediante las retrocesiones que, de forma transparente y con su conocimiento, se pagan a los distribuidores”.

Para Martín Ruiz prohibir las retrocesiones habría significado “limitar las opciones que se ofrece a los clientes y, en el caso de los clientes que invierten importes más pequeños, podría incluso limitar su acceso a servicios de asesoramiento, dada la necesidad de cobrar un mínimo por el servicio”.

No caer en la complacencia

Sin embargo, **Josep Soler**, delegado ejecutivo de **EFPA España**, cree que lo sucedido

estos meses es, ante todo, “un toque de atención” a la industria. Señala que “ni la aplicación de la normativa anterior de protección al cliente, ni MIFID y otras normas, ni el rendimiento del inmenso volumen de ahorro europeo -que es actualmente escaso y casi negativo-, han sido los adecuados y por tanto, la nueva Estrategia de Inversión Minorista pretende mejorar ambas cosas. Si seremos o no capaces de asimilar y aprovechar este toque de atención, está por ver”.

Soler cree que existe un riesgo de complacencia al haber conseguido evitar la prohibición de las retrocesiones y considera que es necesario alcanzar, aunque sea de forma parcial y con avances progresivos, los objetivos de la nueva norma, “que son básicamente generar más financiación alternativa a la bancaria para las pymes europeas y facilitar el acceso del ahorrador a los mercados de capitales, que le darían mejor retribución de sus inversiones a medio y largo plazo”.

José Miguel Maté, consejero delegado y socio de **Tressis SV**, cree que tarde o temprano se irá a la prohibición total y que la industria atravesará un proceso de consolidación. “Esta directiva no es definitiva, pero de quedar así el texto, es una vuelta de tuerca que se queda a medias al no prohibir las retrocesiones, pero instaurando mecanismos muy complejos. Yo creo que lo sucedido es la antesala para una prohibición total”, dice el también socio fundador de Tressis.

Piensa que en los próximos meses y años, el sector tendrá que repensarse y buscar un modelo en el que se cobre de otra manera. “Porque el cliente -dice- va a tener que pasar a pagar de manera explícita, pero otra serie de servicios. Puede ser por uso de plataforma, puede ser por custodia, puede ser de otras maneras pero, desde luego, la gestora dejará de pagar al distribuidor. Y eso supone un cambio muy importante”.

Habrà que hacer, entonces, un cálculo para ver en qué

sentido compensa o no compensa ofrecer el servicio de recepción y transmisión de órdenes al inversor particular, sobre todo al minorista, al pequeño inversor. Por eso, añade que “el riesgo es que este inversor se quede sin acceso a un determinado tipo de producto”.

Guillermo Santos Aramburo, socio de **iCapital**, recuerda que la comparación hecha con el mercado de Reino Unido, donde las retrocesiones están prohibidas, no es posible, ya que allí juegan con otras reglas. Añade que “la distribución en España pasa por plataformas, pero solo hay dos (Inversis y Allfunds). Tienen un monopolio, a diferencia de Reino Unido, donde hay muchas. No podemos trabajar directamente con las plataformas. Como eso es así, hay que pasar por un banco distribuidor”. Añade que “en la Europa continental, no hay costumbre de pagar directamente por asesoramiento o por gestión de carteras. Por otra parte, el hecho de que esos servicios lleven IVA no ayuda en nada a que dicha costumbre se extienda entre el público e inversor, por su mayor encarecimiento”. En cualquier caso, en los próximos meses empezarán a conocerse más detalles de la norma y el texto definitivo. Si se mantiene esta propuesta en los términos actuales, seguro que representará un nuevo esfuerzo de adaptación a la normativa, pero también otro paso adelante en la mejora reputacional del sector. ●

¿Cómo afecta al mundo asegurador?

Las nuevas medidas afectan también a los productos de inversión basados en seguros, que, además, es un mundo donde todavía hay grandes volúmenes en servicios de venta informada.

“La venta informada sería el equivalente a los servicios de mera ejecución en el caso de fondos. Aquí, las entidades que distribuyen este tipo de productos de seguros con componente de inversión, van a tener que pasar de una venta informada a una venta

asesorada”, cuenta **Maite Álvarez González-Palenzuela**, abogada experta en regulación financiera de la firma **finReg360**.

“En el mundo de seguros tenemos la **IDD**, que es la **Directiva de Distribución de Seguros**. Sería algo así como el equivalente a **MiFID 1,5**, por llamarlo de alguna forma. El sector asegurador ahora tiene que pasar a lo que sería **MiFID III** sin haber tenido un **MiFID II**. Entonces, el salto que se va a producir en el mundo de seguros es mucho más grande que lo que va a ocurrir en el mundo de inversión. Al final, para el sector seguros el cambio es mayor”, dice **Álvarez González-Palenzuela**. ✨

Montserrat MARTÍNEZ PARERA

VICEPRESIDENTA DE LA CNMV

“
**En el compromiso de
las finanzas sostenibles,
no hay marcha atrás**
”

Posee un amplio conocimiento y experiencia del mundo financiero español, tanto de las instituciones privadas como públicas. Desde bien joven, optó por un sector en el que desde finales del 2020 ocupa uno de los puestos más relevantes. Desde la vicepresidencia de la CNMV ha mostrado una sensibilidad especial por la protección del consumidor, la regulación financiera y la sostenibilidad.

por **RAFAEL RUBIO** | Fotos **ÁLEX RIVERA**.





Cree usted que la respuesta a la guerra de Ucrania ha sido un paso atrás en los objetivos de descarbonización y puede poner en peligro o retrasar los objetivos de sostenibilidad?

No, en absoluto. En primer lugar, porque no hay marcha atrás en la lucha y el compromiso contra el cambio climático.

Pero, usted es consciente de que algunos han querido frenar tal compromiso a partir de los últimos acontecimientos. Por ejemplo, echaron la culpa de la crisis del Silicon Valley Bank a su inversión en bonos verdes.

La del Silicon Valley Bank es una crisis muy clara, donde se ven los efectos de fallos regulatorios, fallos del supervisor y los efectos de las subidas de tipos de interés. Ha sido fruto de la descompensación entre activo y pasivo de una entidad financiera.

El contexto geopolítico actual enfatiza, más si cabe, la necesidad en la urgencia de avanzar en la transición hacia una economía con menor dependencia de los combustibles fósiles. La cuestión es cómo lo hacemos y a qué ritmo debemos tomar las decisiones. Digamos que ello compete a la esfera política, pero necesitamos avanzar en esa transición y tener en cuenta las implicaciones sociales de

esa transición para asegurarnos que no se queda nadie atrás y que avanzamos todos como país de una forma inclusiva.

La CNMV publicó el pasado mes de mayo los resultados de la revisión de la primera fase de implementación de la normativa de sostenibilidad en las instituciones de inversión colectiva y las conclusiones no han sido muy positivas. ¿Es que las gestoras españolas no lo están haciendo bien en ese aspecto?

Lo primero que es necesario recordar es que la regulación en el ámbito de fondos de inversión y de los productos de inversión es una regulación de transparencia. Lo que pretende es cuidar la información que se da al inversor, pero no se entra a fijar categorías de fondos o a ponerle etiquetas. Esto es importante porque, en ocasiones, una parte del sector y algunos inversores lo pueden entender de una forma errónea.

Dicho esto, y teniendo en cuenta que el objetivo es analizar la información que se da al inversor en términos generales, creemos que la valoración es relativamente positiva. Sin embargo, hemos señalado algunos aspectos donde las entidades deben dar un paso adicional. Por ejemplo, si un fondo de inversión dice que pretende contribuir a los 17 objetivos de Desarrollo Sostenible de Naciones Unidas, señalamos que tal información nos parece un poco general. Lo suyo sería concretar más. ¿Qué metas son prioritarias? ¿Qué indicadores?

Conocedora de los entresijos públicos y privados

► Montserrat Martínez Parera (45) pertenece a ese exiguo grupo de profesionales que, tras licenciarse en Económicas y Empresariales, cursó un Máster de Economía y Finanzas en el CEMFI (Centro de Estudios Monetarios y Financieros), creado por el Banco de España hace algo más

de tres décadas. Muy pronto tuvo muy clara su apuesta por el sector financiero y ello le llevó a abandonar su Barcelona natal para ir cuajando una exitosa carrera profesional que en diciembre de 2020 culminó con su nombramiento como vicepresidenta de la CNMV.

► Convencida servidora de "lo público", posee, sin embargo, una amplia experiencia en el sector financiero privado. Trabajó como economista *senior* del Departamento de Estudios del BBVA, entidad en la que se ocupó también de las relaciones con inversores de BBVA New York. Poco

antes de su nombramiento como vicepresidenta de la CNMV ejerció de responsable de Asuntos Públicos de CaixaBank y directora de la Presidencia.

► Conoce igual de bien los entresijos del Banco de España, del que ahora es miembro del Consejo de Gobierno, porque trabajó antes como jefe de gabinete del entonces gobernador, Luís María Linde. Algo parecido le ocurre con la CNMV, donde ya en el 2007 trabajaba como directora de la Presidencia.

► Haber trabajado en puestos relevantes en dos de

las grandes entidades españolas y en las dos principales instituciones supervisoras del sistema financiero, más formar parte del Comité de Gobierno de la Autoridad Ejecutiva de Resolución (FROB), del Consejo y del Comité Técnico del Consejo de Estabilidad Financiera de la Autoridad Macroprudencial (AMCESFI), es algo que muy pocos pueden contar, especialmente a su edad. Ello le permite, sin duda, tener una amplia y global visión de aquellos temas por los que se siente especialmente interesada: sostenibilidad, protección del consumidor, regulación financiera, etc. ✱



“

En la información que se da al inversor, las entidades tienen que dar un paso más. Deben asumir tal esfuerzo porque la regulación va a ir ampliándose.

”

La regulación va a ir ampliándose y creemos que el sector debe estar preparado para asumir tal esfuerzo.

¿Se están utilizando los criterios de ASG como reclamo publicitario? Hace unos días una consultora europea señalaba que el 49% de las gestoras europeas consideraba que el marketing ASG es muy importante en los objetivos de esa área.

La preocupación número uno de todo supervisor es que no haya una venta de un producto cuyas características no se adecuen a la realidad, que una entidad diga que es lo que, de verdad, no es. Esa es la prioridad que tenemos. Como supervisores todas nuestras prácticas van dirigidas a la protección del inversor y por ello, por ejemplo, hemos establecido criterios para el uso de determinados términos en la denominación de los fondos.

Pero no podemos ser los únicos que hagamos esto. Sabemos que más del 30% de los fondos que se venden en España son fondos extranjeros. Necesitamos criterios comunes y por eso creo que es importante avanzar a nivel europeo en el establecimiento de criterios claros en la denominación de los fondos de inversión.

Factores ambientales, sociales y de gobernanza. ¿Qué revelan las distintas apuestas por cada uno de estos factores y, sobre todo, por qué tipo de factores se debería estar apostando ahora?

Creo que no debemos separarlos o apostar solo por los factores medioambientales. No cabe ninguna duda de la necesidad que tenemos de luchar contra el cambio climático, de reducir los gases de efecto invernadero y de la transformación que tenemos que hacer como sociedad y como país para avanzar hacia una economía más sostenible en el medio y largo plazo. Pero, también considero que necesitamos avanzar conjuntamente en los aspectos sociales. No podemos avanzar en aspectos ambientales sin tener en cuenta el impacto de esas decisiones en la sociedad. Por lo tanto, esa integración de los factores ASG, como bloque, es precisamente la que tenemos en el ámbito de las finanzas sostenibles. Ese concepto, que incorpora los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza, es el que tiene que estar presente en el día a día de las gestoras, de las empresas, de las sociedades de los inversores, en los modelos de negocio, incorporando esos riesgos, porque son todos ellos elementos importantes. →→→

→→→ Pero nuestro papel aquí, como CNMV, no es incentivar que una empresa sea más verde que otra, o que se vendan más fondos de inversión verdes que otros. Nuestro papel como supervisor es asegurarnos que existe el marco y las condiciones adecuadas para que las finanzas sostenibles puedan desarrollarse si un inversor quiere canalizar hacia ellas sus ahorros, que haya confianza en el mercado y que la información sea transparente, clara, comparable y verificable. Esa es la función que tenemos.

Da la impresión de que la decisión de ampliar el test de idoneidad para incluir la sensibilidad de los inversores respecto a los productos sostenibles no ha tenido mucho éxito. Ha habido mucha confusión entre las entidades, que se ha transmitido a los propios inversores cuando han recibido la carta de las gestoras.

Las preferencias de sostenibilidad se empezaron a incorporar en agosto del año pasado. Y en el mes de abril de este año se publicó la guía de ESMA, que incluye los criterios con los que las empresas debían incorporar las preferencias de sostenibilidad. Esa guía era una demanda del sector, que se encontraba con dificultades a la hora de incorporar estas preferencias.

Nosotros hemos anunciado en nuestro Plan de Actividades que vamos a hacer una revisión de cómo se está implementando la guía y cómo se están incorporando las preferencias de sostenibilidad. Creo, además, que vamos a ser de los primeros supervisores europeos en hacer esa revisión.

No tenemos una percepción generalizada de que hayan existido problemas y no me consta que tengamos reclamaciones o consultas en este ámbito. Pero, es una de las prioridades que tenemos identificadas. Hemos esperado a que la guía de ESMA esté en vigor, que lo será en octubre y a partir de entonces iniciaremos ese proceso de revisión.



“
Vamos a ser los primeros supervisores europeos en analizar cómo se están implementando las preferencias de sostenibilidad de los clientes.
 ”

Escuchándola da la impresión de que el regulador europeo está siendo un lastre, tal vez porque hay dificultad en alcanzar acuerdos que puedan incluir las distintas realidades europeas. ¿Está siendo superado el regulador europeo por los acontecimientos y por la velocidad con la que evoluciona el mercado?

El compromiso por la sostenibilidad es una realidad en Europa. ¿Realmente la regulación está siendo más lenta de lo que debiera? ¿Funciona como un lastre respecto a los propósitos finales? En absoluto. Creo que la Comisión Europea pretende el consenso sin perder la ambición. En la lucha contra cambio climático; en avanzar en el Acuerdo de París y conseguir una economía climáticamente neutra en 2050. Por lo tanto, todo va dirigido hacia ese objetivo.

Europa está siendo una de las jurisdicciones que está asumiendo liderazgo en muchos ámbitos y siendo la →→→

Pero, ¿no fue un poco precipitado? Porque ya hubo una cierta confusión respecto a partir de qué fecha se debían empezar a actualizar los test de idoneidad incorporando la sensibilidad de los inversores sobre los productos sostenibles.

A veces se habla en el sector del “tsunami regulatorio”. En finanzas sostenibles, comparto que el marco regulatorio se está desarrollando con una intensidad y una rapidez muy elevadas y, en ocasiones, con contradicciones entre las distintas piezas regulatorias, lo que precisa, sin duda, una clarificación.

No cabe duda de que todo lo que estamos haciendo en este ámbito es complejo y amplio y hay dificultad no solo para hacer las regulaciones sino también para implementarlas. Por lo tanto, todo lo que sea avanzar en clarificar criterios y simplificar lo máximo posible, ayudará a las empresas para poder implantar la regulación, pero también a los inversores, que son los que en definitiva tienen que tomar las decisiones.



FIXED INCOME⁴

El nuevo Multi-Sector Income Fund

Combinamos la potencia de cuatro generadores de rentas para obtener un resultado más sólido.

Visita la web [capitalgroup.com/msi](https://www.capitalgroup.com/msi)



Visita Capital Group

PARA USO EXCLUSIVO DE INVERSORES PROFESIONALES / CUALIFICADOS
Comunicación de marketing

El valor de las inversiones y las rentas generadas por las mismas pueden subir o bajar y es posible que los inversores no recuperen los importes invertidos inicialmente. La oferta de este fondo se realiza únicamente mediante el Folleto, junto con el Documento de datos fundamentales (KID) de los PRIIP.

Si desea obtener la relación de distribuidores del fondo, visite la dirección CNMV.es. Capital International Fund (CIF) está registrada en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) con el número 983.

Un resumen de los Derechos de los partícipes del Fondo está disponible en español, inglés, francés, alemán e italiano en <https://www.capitalgroup.com/eu/investor-rights/es>

El presente material ha sido emitido por Capital International Management Company Sàrl («CIMC»)
© 2023 Capital Group. Todos los derechos reservados.

→→→ referencia en el desarrollo de los compromisos adquiridos. La cuestión es que, evidentemente, estamos haciendo todo esto en poco tiempo porque es que no hay tiempo.

Realmente, con tan poco tiempo pueden surgir dificultades en el camino. Hay que clarificar criterios y simplificar algunos elementos. Pero no comparto esa visión negativa.

El 75% de las gestoras estadounidenses tiene la percepción de que la sostenibilidad tiene motivaciones políticas, lo que es un reto moderado para aumentar la receptividad de su cliente. De hecho, en algunos estados están poniendo dificultades al desarrollo de las inversiones sostenibles.

¿Puede llegar a ocurrir esto en Europa?

La situación actual en Estados Unidos está muy polarizada. Y esa polarización que observamos en el ámbito político se traslada a todos los ámbitos. En Europa, como región, no tenemos esta situación. Lo vemos con las iniciativas que se están llevando a cabo y con el grado de consenso con el que



se está alcanzando. Por ejemplo, en el ámbito empresarial, a nivel europeo se está trabajando para unificar y establecer estándares para el *reporting* de sostenibilidad de las empresas cotizadas y no cotizadas.

La CNMV acaba de aprobar un código para fomentar la inversión responsable de sociedades cotizadas y no cotizadas. ¿Qué se pretende con ello y en qué aspecto se insiste más?

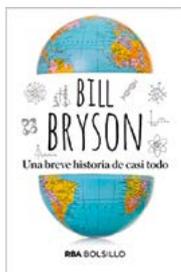
Ha sido aprobado recientemente después de un proceso de consulta muy amplio. Equipara al mercado español en los estándares que podemos observar en las mejores prácticas y persigue favorecer la implicación de los inversores institucionales en la gestión diaria y en la gobernanza de las empresas en las que invierte.

Y, sobre todo, trata de fomentar esa visión a medio y largo plazo de las inversiones, evitando el cortoplacismo. Y todo ello, no solo en el ámbito de la sostenibilidad, sino en muchos otros aspectos.

Interés por la ciencia y el mar de la infancia



Resulta curioso que, pese a pertenecer a una generación más joven que los entrevistados hasta ahora en esta publicación, los gustos culturales de Montserrat Martínez Parera coinciden en algunos casos con los de aquellos. Muestra, por ejemplo, un gran interés por los libros de divulgación científica y cuando se le pregunta por algún título cuyo contenido hubiera atraído especialmente su atención no duda al señalar **"Una breve historia de casi todo"**. Se trata de un libro de **Bill Bryson**, escrito en 2003, en el que se aborda la historia de la ciencia a través de la evolución del saber y se adentra en aspectos curiosos de la vida de quienes protagonizaron los grandes descubrimientos.



● La vicepresidenta de la CNMV no es de las personas que repitan de película por mucho que le resulte atractiva. En cualquier caso, la suya es **"La llegada"** del director **Denis Villeneuve**, estrenada a finales de 2016 y nominada al Oscar a la mejor película. Es un filme

estadounidense considerado como uno de los mejores de ciencia ficción de las últimas décadas, protagonizado por **Amy Adams** y **Jeremy Renner**. Es una profunda reflexión sobre el valor y la fuerza del lenguaje para el conocimiento mutuo a partir de la llegada a la tierra de doce naves extraterrestres.



● Como ocurre con casi todos los entrevistados, siempre hay alguna elección que tiene su justificación con algún recuerdo familiar. A Montserrat Martínez los cuadros de **Joaquín Sorolla** le transportan a imágenes de su niñez, especialmente junto a su padre, en ese mar Mediterráneo que el pintor valenciano supo plasmar como nadie en sus óleos. **"El balandrito"**, que se encuentra en el Museo Sorolla de Madrid, es su favorito. ❁



© Museo Sorolla, Madrid, España

Como buena conocedora de las instituciones supervisoras ¿considera que la situación del sector financiero español es ahora más sólida que en el 2008? ¿Piensa que las políticas de supervisión se han vuelto más laxas en busca del consenso?

Sin duda, estamos mucho mejor que en 2008. Se reforzó toda la regulación, tanto la prudencial como la de mercados, también la protección del inversor en la venta de productos. Y se mejoró la supervisión, con la puesta en marcha del FSB, las nuevas agencias europeas y la Unión Bancaria. El consenso no implica una supervisión más laxa, si se hace sobre la base de las mejores prácticas.

Estamos en un entorno que cambia a gran velocidad, en el que no podemos bajar la guardia. El capital se mueve con gran rapidez, lo que acentúa los riesgos de liquidez y de tipo de interés. No son riesgos nuevos, pero sí que ganan en importancia.

“
En la CNMV, seguimos muy de cerca la gestión de liquidez de los fondos, los reembolsos elevados y cómo se venden los fondos de renta fija.
”

Por ahora, los mercados de valores españoles han funcionado bien, pero debemos seguir atentos. En la CNMV seguimos muy de cerca la gestión de liquidez de los fondos de inversión si hay reembolsos elevados, o cómo se venden determinados productos, como los fondos de renta fija. Vemos cómo han proliferado productos de alto riesgo como los CFDs, ante los que planteamos medidas de protección adicional al inversor. Necesitamos estar muy atentos a nuevos focos de riesgos, y la cooperación y convergencia internacional es imprescindible en un mundo tan interconectado.

¿Preocupa a la CNMV los efectos que podría tener la Inteligencia Artificial en el sector financiero?

No lo diría en estos términos. En la CNMV apostamos claramente por la innovación. Es desde hace años una de nuestras líneas estratégicas. Creamos el portal →→→

Material publicitario sólo para clientes profesionales, según la definición de la MiFID.

Nordea
ASSET MANAGEMENT

Mantente firme.

En mitad de la tormenta, encuentra la resistencia que una cartera de renta variable necesita.

Nordea Global Stable Equities.
Firme frente a la incertidumbre.

Nordea Global Stable Equities
nordea.es/MantenerseFirme

Nordea Asset Management es el nombre funcional del negocio de gestión de activos que llevan a cabo las entidades jurídicas, Nordea Investment Funds S.A. y Nordea Investment Management AB (“Entidades Legales”) y sus sucursales y filiales. **El presente documento es material publicitario** y está destinado a proporcionar información sobre las capacidades específicas de Nordea. **El presente documento (cualquier opinión u opiniones expresadas) no representa asesoramiento de inversión**, y no constituye una recomendación para invertir en cualquier producto financiero, estructura o instrumento de inversión ni para formalizar o liquidar cualquier transacción ni participar en alguna estrategia de negociación en particular. Este documento no es una oferta de compra o venta, ni una solicitud de una oferta para comprar o vender ningún valor o instrumento o participar en cualquier estrategia comercial. Dicha oferta solo podrá efectuarse mediante un memorándum de oferta o cualquier otro acuerdo contractual similar. Documento publicado y creado por las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management. El presente documento está dirigido a inversores profesionales y, en ningún caso, podrá reproducirse ni divulgarse sin consentimiento previo y no podrá facilitarse a inversores privados. © Las Entidades Legales adheridas a Nordea Asset Management y cualquiera de sus sucursales y/o filiales de las Entidades Legales.



Rafael Rubio, director de la revista, en un momento de la entrevista a la vicepresidenta de la CNMV, Montserrat Martínez Parera.

“
**El código para
 fomentar la inversión
 responsable, que
 acabamos de aprobar,
 trata de evitar el
 cortoplacismo.**
 “

→→ Fintech y tenemos un espacio de pruebas (*sandbox*) para favorecer el uso de nuevas tecnologías que aporten valor al inversor.

La Inteligencia Artificial puede ser muy positiva para los clientes. Puede hacer más ágil el acceso a los servicios de inversión y permitir llegar a un público más amplio. También puede ayudar a las empresas a ser más eficientes y a mejorar la calidad del servicio prestado. Pero tenemos que ser cautos y las entidades deben asegurar que se mantiene la calidad y la protección del inversor. Por ejemplo, en decisiones de inversión apoyadas por algoritmos, se tienen que poder explicar y soportar los resultados a los que lleguen estos algoritmos, esto es, que no sean cajas negras. También es importante que no tengan sesgos que se acentúen y puedan llevar a resultados erróneos.

Al final, como supervisores, no podemos dar carta blanca a cualquier innovación. Debemos mantener un equilibrio entre el impulso a la tecnología y la cautela ante potenciales nuevos riesgos. Esto es, no perder el tren de la innovación, pero hacerlo de forma controlada y responsable.

¿Considera que la formación de los empleados bancarios y asesores financieros se está adecuando al fuerte ritmo de los avances tecnológicos? ¿Le preocupa que haya un parón en la mejora de la cualificación profesional?

No cabe duda de que en momentos tan disruptivos como el actual, puede ser un reto mantener esta actualización constante, pero es el único modo de estar bien informado y asegurar un buen servicio. Y esto es esencial, pues los empleados que prestan servicios de inversión y los asesores financieros son una pieza clave del engranaje de inversión, y tienen que poder ayudar al inversor a navegar en este mundo cada vez más complejo.

Nuestra Guía Técnica, sobre conocimientos del personal que informa y asesora, recuerda la importancia de estar actualizados, y eso implica que las entidades tienen que estar atentos a las necesidades de formación que pueden surgir, ya sea por regulación o por nuevos productos. Es responsabilidad de las entidades asegurar esa formación continua y actualizada.

También nosotros los supervisores estamos en constante aprendizaje. Y contribuimos a la mejora de la educación financiera de la sociedad, con guías y materiales de divulgación sencillos para explicar nuevos conceptos. Animo a seguir invirtiendo tiempo y recursos en la mejora de los conocimientos y competencias financieras de los ciudadanos, creo que es algo que nos beneficia a todos, como sector y como país.

Usted es una de las mujeres que ocupa un puesto importante en las instituciones supervisoras españolas. Es verdad que en los últimos años las mujeres han logrado representar más del 32% en los consejos de administración de las empresas cotizadas. ¿Llegaremos en el 2025 a ese 40% que se ha planteado la CNMV como objetivo?

Nuestra recomendación en el Código de Buen Gobierno es que las mujeres representen al menos el 40% en los consejos de administración. Es una recomendación de diciembre del pasado año porque, anteriormente, el objetivo era menor y se ha ido aumentando progresivamente.

Está siendo muy positivo el grado de avance porque hemos mejorado en 17 puntos porcentuales en el conjunto de las sociedades cotizadas en los últimos diez años. Hay ya muchas sociedades que cumplen con la recomendación del 40% para el conjunto del consejo de administración. ●



Una competición con dos estrategias

Una frontera cada día más difusa.

¿Cómo mezclar las dos estrategias?

Argumentos a favor de la activa.

Ante un mercado incierto.

Coexistencia entre dos tipos de gestión.

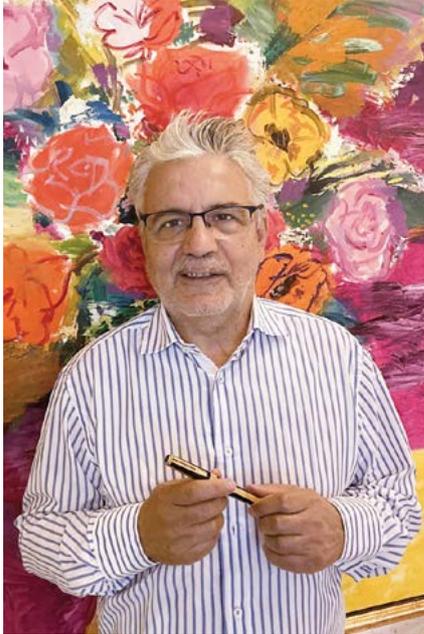
Con la complicidad del tiempo.

Ficha de fondos: una selecta oferta.

Opinión: La experiencia de un gran experto.



Ilustración: Maite Niebla



Fondos bajo el mostrador

La porción de la tarta de la gestión pasiva se va haciendo cada día más grande. En España, a finales del pasado año, el volumen de activos de las gestoras internacionales en vehículos de gestión pasiva -ETF y fondos indexados- alcanzaba los 72.000 millones de euros. Cinco años antes no llegaba a los 32.000 millones. Gestores y asesores deberían contemplar estos datos con realismo y el convencimiento de que constituyen también una oferta que se va abriendo a una clientela que espera nuevas soluciones a un escenario cada día más complicado para la obtención de rentabilidades, incluso a largo plazo.

Los datos son contundentes y la gestión pasiva va ganando terreno en las preferencias de los inversores en cualquier parte del mundo,

especialmente en las zonas de mayor cultura financiera. Resulta ya tan evidente que algunas gestoras nacionales comercializan fondos de gestión pasiva para incluir en las carteras de sus clientes. Lo sorprendente es que luego son reacias a hablar sobre este tipo de gestión. Es la misma actitud que protagonizó alguna entidad en pleno *boom* de los fondos de inversión al resistirse a que sus cuentas y depósitos perdieran atractivo. Naturalmente, en su oferta tenían fondos de inversión, pero "bajo el mostrador por si algún cliente los solicita". Finalmente, no tuvieron más remedio que incorporarlos a su expositor principal.

Era solo una cierta forma de ganar algo de tiempo. Solo eso. Porque la gestión pasiva precisa también de un asesoramiento, especialmente cuando este trata de cubrir otras necesidades más allá de la gestión de una cartera. De otra parte, es muy importante empezar a considerar que la gestión pasiva no debe verse ni presentarse como antagonista de la gestión activa. Como insisten algunos de los expertos que escriben en las siguientes páginas, una necesita a la otra y, por sus peculiaridades, nunca dejará de existir la gestión activa, que permite una fijación de precios más realista y estable.

La gestión pasiva debe dejar de ser un tabú e incorporarse con normalidad al mundo del asesoramiento financiero en España. Todos, sin duda, saldremos ganando de este esfuerzo. También las gestoras, que no dejarán de elaborar sus productos para su posterior comercialización en base al conocimiento de sus analistas. Y, por supuesto, las entidades comercializadoras que, aunque con menores comisiones, estarán en condiciones de poder ofrecer unos activos que fidelicen a sus clientes durante un mayor tiempo. Además, una oferta más barata, por menores costes en comisiones, incorporará a un número creciente de clientes.

Ha llegado la hora, sin duda, de sacar los activos de gestión pasiva de debajo del mostrador, sin olvidar en ningún momento a los de gestión activa, tan necesarios para el propio mercado como para una cartera con una buena diversificación. No olvidemos que, al abordar ambas gestiones, los analistas que participan en estas páginas hablan de convivencia, combinación y coexistencia. ●

rrubio@asesoresfinancierosefpa.es



Me dio la motivación



Me dio la visión positiva



Me dio la confianza



Me dio la tranquilidad



Me dio la seguridad



Me dio la información



Todo esto me lo dio mi
Family Banker®
de Banco Mediolanum

Por 4.º año consecutivo,
Banco Mediolanum es N.º 1
en Satisfacción de Clientes.*

*Según el estudio Benchmarking de Satisfacción de Clientes 2022, realizado por la consultora independiente Stiga, que analiza las principales entidades bancarias en España.

Family Banker® es una marca registrada de Banca Mediolanum S.p.A.

mediolanum BANCO
¿Cuáles son tus metas?

SE PUEDE SER INVERSOR ACTIVO Y PASIVO AL MISMO TIEMPO

Una frontera cada día más difusa

No tiene sentido transmitir la idea de que uno solo puede ser inversor activo o pasivo, como si no existiera espacio entre ambas alternativas. La gestión pasiva debe integrarse en la gestión de una cartera si esa decisión ayuda al cliente a alcanzar sus objetivos. Y ello con transparencia y el conocimiento suficiente para acertar en la elección. Por **Por Fernando Luque**.*

*Editor de **Morningstar** en España.

Evidente que hay una frontera entre productos de inversión activa y productos de inversión pasiva. Pero esa frontera es a veces difícil de distinguir: hay productos (fondos de inversión) supuestamente activos que no son en realidad más que una falsa copia de productos pasivos (evidentemente, para poder justificar una mayor comisión de gestión) y productos (en este caso ETFs) pasivos que se parecen mucho a los activos (los famosos ETFs de *smart beta* o de *beta* estratégica).

La frontera entre productos activos y productos pasivos es cada vez más difusa y los gestores la cruzan alegremente de un lado para otro. Para el

inversor puede suponer un problema en la medida en que no tiene la capacidad de discernir con claridad qué producto es puramente pasivo y qué producto es realmente activo.

En este aspecto los reguladores harían bien en desenmascarar a los fondos llamados *closet indexers*, es decir, fondos que se limitan a replicar un determinado índice, pero cobrando como si estuvieran realizando una gestión activa. En algún país, incluso, las autoridades obligan a los fondos a calcular y a publicar lo que se conoce como el *active share*, que es una medida de lo activo que es el fondo en la gestión de su cartera o, para ser

más exacto, lo distinta que es la cartera del fondo frente a la cartera del índice.

Evidentemente, es importante que el inversor sepa perfectamente en qué terreno está jugando. Otro problema (y digo "problema" porque creo que no ayuda demasiado al inversor, ni al asesor financiero) es la polarización en exceso entre la gestión activa y la gestión pasiva. Parece que uno no puede ser otra cosa que, o bien un inversor activo o bien un inversor pasivo, como si no existiera espacio entre ambas posiciones.

Creo que lo más natural, y hasta cierto punto lo más recomendable, es combinar



gestión activa y gestión pasiva. ¿Por qué? Simplemente porque el análisis de los resultados obtenidos en los fondos en su conjunto indica que hay determinadas categorías en las que los productos pasivos obtienen sistemáticamente mejores resultados que la media de la categoría. Pertenecen a categorías en las que es más difícil que en otras batir al índice de referencia (como, por ejemplo, categorías de mercados desarrollados de gran capitalización).

Y eso tiene una consecuencia importante a la hora de construir una cartera: si uno no tiene una gran convicción en un determinado gestor para cubrir

ES UN ERROR ASUMIR QUE LA GESTIÓN NO IMPORTA CUANDO SE TRATA DE FONDOS INDEXADOS O ETFs. LOS GESTORES HÁBILES TIENEN MÁS POSIBILIDADES DE SEGUIR A SU ÍNDICE DE REFERENCIA A LO LARGO DEL TIEMPO.

una determinada parte de esa cartera (ya sea de renta variable o de renta fija) entonces lo más lógico es elegir un producto de gestión pasiva con bajas comisiones de gestión (no olvide que el factor que más va a influir en la rentabilidad futura de un producto son, precisamente, sus comisiones). Por el contrario, si uno tiene la fuerte convicción de que un gestor de un determinado tipo de activo lo va a hacer mejor que el mercado, o, por lo menos, mejor que la media de su categoría, entonces, tiene sentido apostar por ese gestor activo.

También hay que entender que, aunque haya productos pasivos y productos activos,

el inversor nunca será pasivo. Siempre tendrá que tomar decisiones, aunque la decisión sea la de no estar invertido. Siempre tendrá que elegir su perfil de riesgo, y dentro de ese perfil de riesgo, siempre tendrá que tomar decisiones de distribución de activos: ¿qué peso le dedico a las acciones?, ¿qué importancia hay que dar a los mercados emergentes?, ¿es buen momento para invertir en *high yield*? Cada inversor tendrá sus propias respuestas, pero lo que está claro es que el inversor pasivo no existe.

¿CÓMO ANALIZAR UN FONDO PASIVO?

La idea central detrás del proceso de análisis de inversiones en **Morningstar** es que cualquier fondo, independientemente de su estilo, merece la pena ser considerado si ayuda al inversor a alcanzar sus objetivos financieros. En este sentido, somos agnósticos en cuanto al debate entre gestión activa y gestión pasiva. De hecho, adoptamos el mismo sistema de evaluación para todas las opciones de inversión, ya sean fondos o ETFs.

El *Morningstar Medalist Rating* -que sigue a una escala de *Gold, Silver, Bronze, Neutral y Negative*- es un *rating* que mira hacia el futuro. Expresa la convicción de los analistas en la capacidad de un fondo para batir a sus competidores, después de tener en cuenta las comisiones y el riesgo, a través de un ciclo completo de mercado.

El propósito del análisis cualitativo de los fondos por parte de los analistas de Morningstar es identificar aquellos *******



*** fondos que creemos que deberían ser capaces de superar a un grupo de competidores relevante, dentro del contexto del nivel de riesgo asumido, en un ciclo completo de mercado. Los pilares de nuestro análisis son los mismos, independientemente de si estamos calificando un ETF o un fondo de gestión activa: Personal, Proceso, *Performance*, Firma Gestora y Precio.

Sin embargo, su impacto relativo en nuestra evaluación global de un fondo difiere en cierta medida cuando se trata de analizar y calificar a un ETF. Obviamente, mantener los costes al mínimo es primordial en el contexto de la gestión de un fondo de seguimiento de índice. Como tal, no debe sorprender que nuestros ETFs mejor valorados no solo se encuentren entre las opciones de menor coste en sus respectivas categorías Morningstar cuando se comparan no solo con sus rivales de gestión activa, sino también con otros fondos pasivos.

Aunque los costes son un elemento fundamental, solo son un componente de nuestra evaluación holística de los ETFs. También examinamos de cerca el comportamiento del ETF en relación con sus competidores dentro de su categoría. Y, como parte de nuestra evaluación del "pilar proceso", analizamos cuidadosamente el índice de referencia subyacente del ETF para entender cómo se construye, así como las técnicas que los gestores del ETF emplean para rastrear el índice con precisión.

Tendemos a favorecer a las firmas gestoras que anteponen los intereses de los inversores a los objetivos comerciales y que alinean los incentivos

Aspectos a tener en cuenta a la hora de comprar un ETF



Hay varias consideraciones que un inversor o asesor financiero debe sopesar, por lo que a continuación detallamos cinco aspectos que consideramos de los más importantes:

➤ Cuidado con las clases de activos poco líquidos

Si quiere conseguir exposición a una clase de activos ilíquida, la inversión pasiva puede aumentar el riesgo de quedar atrapado en una crisis de liquidez.

➤ El tamaño importa

La consolidación en el sector de los fondos pasivos solo se ha producido a nivel de proveedores. El número de opciones de fondos sigue creciendo a un ritmo rápido, lo que debe considerarse con cautela para los productos de nueva creación más pequeños. Específicamente, cuando un proveedor pasivo lanza un nuevo fondo, puede tener problemas para replicar el índice sin incurrir en costes de transacción excesivos. Esto puede aumentar el error de seguimiento o tracking error y provocar una rentabilidad decepcionante.

➤ Tenga cuidado con los sintéticos y con el préstamo de valores

En los inicios del desarrollo de los fondos pasivos, existían algunas preocupaciones importantes, ya que algunos proveedores ofrecían exposiciones sintéticas (consiguiendo la exposición deseada a través de productos derivados) en lugar

de poseer directamente los valores.

Afortunadamente, la mayoría de los proveedores más conocidos, que dominan la industria, no asumen esos riesgos. Sin embargo, una tendencia más popular que se practica con frecuencia en la actualidad es el préstamo de valores por parte de los ETFs (en nuestro país también se está preparando una regulación para los fondos de inversión), que supone una fuente de ingresos adicional para la gestora. Aunque esto a menudo se considera de muy bajo riesgo, puede que no sea un riesgo al que el inversor quiera exponerse.

➤ Compruebe qué índice está replicando el fondo pasivo

Generalmente los inversores simplemente comparan varios fondos pasivos de la misma categoría y asumen que hacen lo mismo. Este es un concepto erróneo, ya que un fondo que rastrea, por ejemplo, el S&P 500 invariablemente producirá una rentabilidad diferente del que sigue al Dow Jones o al MSCI USA. El mismo problema se da en prácticamente todas las clases de activos.

➤ Los costes siguen siendo importantes

La gama de costes sigue siendo amplia, incluso dentro del universo de fondos pasivos, por lo que invertir ciegamente en un ETF o un fondo indexado puede dar lugar a resultados poco satisfactorios. Los costes varían en función de la clase de activos y del proveedor, lo que tendrá un impacto significativo en el resultado neto del fondo. El proceso mediante el cual replican un índice también influirá en la rentabilidad, ya que la mayoría de los proveedores intenta añadir valor negociando activamente con exposiciones de manera controlada. •

de los gestores de fondos en consecuencia. Por supuesto, las habilidades y experiencia de las personas que gestionan el ETF son un factor importante en nuestro análisis.

En la gestión de ETFs, cada 0,01% de rentabilidad cuenta, por lo que es vital tener un equipo experimentado. Por lo tanto, evaluamos estos asuntos como parte de la evaluación del "pilar personal". En resumen, reservamos las medallas a aquellos ETFs de bajo coste que

CUALQUIER FONDO, INDEPENDIEN- TEMENTE DE SU ESTILO, MERECE LA PENA SER CONSIDERADO SI AYUDA AL INVERSOR A ALCANZAR SUS OBJETIVOS FINANCIEROS.

creemos que seguirán de cerca un índice construido de forma sensata durante mucho tiempo.

Damos preferencia a ETFs que cuenten con el respaldo de gestores experimentados y promovidos por gestoras que administren bien el capital de los inversores. Y lo hacemos porque creemos que estos atributos probablemente se traducirán en una mayor rentabilidad respecto a un grupo relevante de competidores durante un ciclo de mercado.

Es un error asumir que la gestión no importa cuando se trata de fondos indexados o ETFs. Los gestores hábiles tienen más posibilidades de seguir a su índice de referencia a lo largo del tiempo, y están mejor equipados para hacer frente a condiciones difíciles. Como en el caso de los fondos activos, preferimos equipos con una larga trayectoria. Los equipos que han gestionado fondos índice y ETFs durante varios años - ya sea con su firma actual o con una firma anterior - generalmente obtendrán mejores calificaciones que aquellos que son relativamente nuevos en su puesto.

Del mismo modo, preferimos equipos que se centren únicamente en la gestión de fondos índice y ETFs. Preferiríamos ver la indexación como una competencia central antes que como una actividad secundaria.

También hay que decir que el hecho de que los miembros de los equipos que gestionan fondos índice y/o ETFs no sean tan altamente compensados como los gestores de fondos activos, y que tiendan a gestionar un número relativamente mayor de fondos, disminuye algo la importancia de la coinversión.

Por lo tanto, tendemos a hacer una evaluación más holística de la remuneración de estos gestores y de cómo estos alinean sus intereses con los de los partícipes de los fondos.

¿BATEN LOS FONDOS PASIVOS A LOS ACTIVOS?

Para ver si los fondos pasivos baten a los fondos activos, generamos semestralmente lo que llamamos el Barómetro Europeo Activo/Pasivo. Es un informe que mide la renta-

bilidad de los fondos activos domiciliados en Europa frente a sus homólogos pasivos en sus respectivas categorías Morningstar.

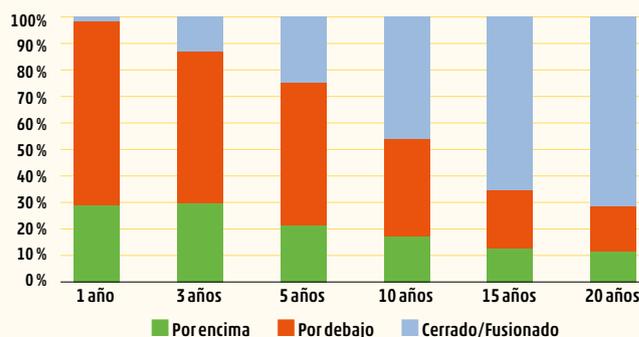
Este barómetro Activo/Pasivo utiliza una forma única de medir el éxito de los gestores activos. Evalúa los fondos activos frente a un conjunto de fondos pasivos reales, no frente a un índice sin coste. De este modo, el índice de referencia refleja el rendimiento real, neto de comisiones, de los fondos pasivos disponibles para los inversores.

El año 2022 brindó a los gestores de fondos activos la oportunidad perfecta para demostrar su valía, pero en gran medida no lo hicieron. Esta es la conclusión del Barómetro Europeo Activo/Pasivo 2023 de Morningstar que ha analizado casi 26.000 fondos activos y pasivos únicos con datos de diciembre de 2022, que representan aproximadamente 5,1 billones de euros en activos.

Según la sabiduría popular, la gestión activa se desenvuelve mejor en los mercados a la baja que las estrategias pasivas. Sin embargo, hay que reconocer que los gestores activos de renta variable, en particular, no han demostrado su valía.

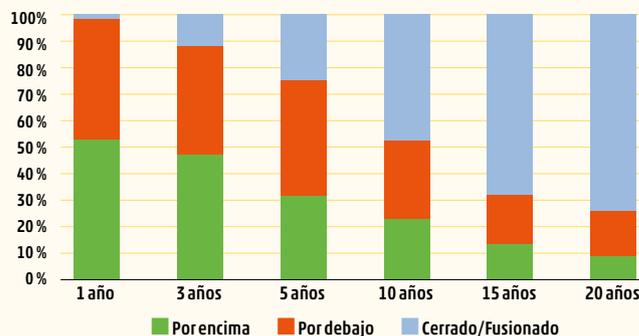
Sin duda, el año 2022 fue un mercado muy difícil, en el que tanto el índice Morningstar de renta variable global como el de renta fija global cayeron un 17% durante el año natural. Este es el tipo de entorno en el que se esperaría que los gestores activos fueran capaces de superar a sus competidores pasivos, pero lo que vimos a finales de año fue que solo el 29% de los gestores activos de renta variable fueron capaces tanto de sobrevivir como de

Porcentaje de fondos de acciones que han batido a la media de los fondos pasivos



Fuente: Morningstar Direct. Data as of 31 Dec 2022.

Porcentaje de fondos activos de bonos que han batido a la media de los fondos pasivos



Fuente: Morningstar Direct. Data as of 31 Dec 2022.

EL AÑO 2022, CON MERCADOS A LA BAJA, BRINDÓ A LOS GESTORES DE FONDOS ACTIVOS LA OPORTUNIDAD PERFECTA PARA DEMOSTRAR SU VALÍA. PERO EN GRAN MEDIDA NO LO HICIERON.

superar a sus rivales pasivos durante el año natural 2022, por lo que a pesar de este entorno de mercado sin precedentes, los gestores activos no fueron capaces de producir un resultado que fuera superior a sus homólogos pasivos.

Sin embargo, a los gestores de renta fija les fue mejor. En un entorno de tipos de interés al alza, los gestores activos de renta fija han podido comprar títulos de menor duración para reducir el riesgo de tipos. La tasa media de éxito de los gestores activos de renta fija en las 23 categorías que analizamos se situó en el 46% en los 12 meses finalizados en diciembre de 2022. Nueve categorías mostraron una tasa de éxito a un año igual o superior al 50%. ●

MEJOR HABLAR DE INDEXADA QUE DE PASIVA

¿Cómo mezclarlas en las carteras?

El debate sobre si tiene más sentido utilizar la gestión activa o pasiva para invertir ha muerto. Las dos tienen valor para la construcción de carteras. La discusión se orienta ahora más a cómo utilizar una y otra fórmula, en qué carteras, para qué tipo de clientes, con qué mezcla, para qué tipo de activos, etc. Por **Vicente Varó**.

L

a mayor ovación que nunca recibió el padre de la gestión indexada se la dieron miles de inversores activos, a petición del mejor inversor de todos los tiempos. Fue un 6 de mayo de 2017, al inicio de la conferencia anual de **Berkshire Hathaway**, el llamado *Woodstock del capitalismo*. **Warren Buffett** definió a John 'Jack' Bogle como el hombre que más había hecho por el inversor americano, le pidió que se pusiera de pie y los asistentes respondieron (respondimos) con un atronador aplauso.

El instante, que puede encontrarse en YouTube, podría pasar como una anécdota sin más, pero también podríamos utilizarlo como poderosa metáfora de la convivencia y complementariedad que pueden tener la gestión activa

y la indexada. También en las carteras.

Porque las dos formas de gestión tienen valor para la construcción de carteras y la discusión debe orientarse ahora a contenidos más prácticos y, entre ellos, cómo ir incluyendo las innovaciones que irán llegando los próximos años, como la mezcla entre ambos mundos que aportan ya los ETF activos.

Para avanzar en estas disquisiciones, deberíamos empezar por analizar los puntos fuertes y débiles de cada opción. Pero antes, un apunte importante sobre su naturaleza.

Aunque en el mercado se utiliza popularmente el término gestión pasiva, quizá sería más apropiado llamarlo gestión indexada, porque lo que realmente buscan estas

estrategias es replicar un mercado o sector. Un gestor activo puede utilizar ETFs que replican índices para plasmar su estrategia de inversión. Incluso, puede que la cartera de un índice cambie más, sea más "activa", que una cartera de un inversor particular o profesional. Aclarado este punto, ¿qué ventajas y desventajas tienen ambas opciones?

¿SUPERAR AL MERCADO O UNIRTE A ÉL?

Si hiciéramos una pregunta sobre el equipo que ganará la próxima liga de fútbol, quizá la mayoría elegiría al Real Madrid o al Barcelona y, quizá, otro grupo al Atlético de Madrid. De los tres, solo acertará uno. En cambio, si preguntáramos qué tres equipos van a quedar entre los cinco primeros, la



mayoría votaría por esos tres y probablemente acertaría. Es muy raro que queden por debajo de esa posición.

Cuando elegimos gestión activa también intentamos identificar los fondos, valores o títulos o mercados que ganarán la liga de la rentabilidad, los que lo harán mejor que el mercado. Y los hay. Lo que pasa es que solo unos pocos acertarán, como ocurre con el campeón de liga. Según el estudio **Spiva**, en EE. UU., a diez años, tan solo el 8% de los gestores de fondos de renta variable de gran capitalización logran superar al índice S&P 500.

Cierto es que en estas medias se cuentan muchos fondos de 'falsa gestión activa', en los que en realidad la gestión brilla por su ausencia. Pero, aún así, lo abultado del

resultado da indicación de lo complicado que puede ser acertar con los ganadores. Quedarte con la gestión indexada se asemeja más a acertar con tres de los equipos que quedarán entre los cinco primeros.

La pregunta que debería hacerse el inversor a la hora de dar más o menos peso a uno u otro tipo de inversión es si desea superar el comportamiento del mercado o si le vale con simplemente obtener la rentabilidad de los índices.

Eso sí, siendo realistas, "hay que ser humilde con uno mismo y con los clientes y reconocer que hay mercados donde generar *alpha* de manera consistente es extraordinariamente difícil", explicaba **Félix López**, socio director de **ATL Capital Gestión**.

LA PREGUNTA QUE DEBERÍA HACERSE EL INVERSOR PARA DAR MÁS O MENOS PESO A UNO Y OTRO TIPO DE INVERSIÓN ES CUÁNTO DESEA SUPERAR EL COMPORTAMIENTO DEL MERCADO O CUÁNTO LE VALE CON SIMPLEMENTE OBTENER LA RENTABILIDAD DE LOS ÍNDICES.

La desventaja, claro está, es que si no intentas elegir al mejor, a los ganadores, nunca tendrás la mejor rentabilidad ni optarás a superar al mercado.

¿CUÁNTO AJUSTAR LOS COSTES?

Buffett elogia a Bogle porque ha ayudado a los inversores a invertir en acciones de las mejores empresas estadounidenses (y mundiales) con costes muy reducidos. Se pueden encontrar ETFs y fondos indexados que replican el comportamiento de los principales índices estadounidenses por menos de un 0,1%. Si nos vamos a las medias, en EE. UU., que es el mercado más competitivo, los costes medios de un ETF de renta variable están en el 0,16%, mientras que *******



*** los de gestión activa de acciones se sitúan en el 0,66%, según los datos de **Investment Company Institute**.

En los fondos españoles de renta variable, los costes de la gestión activa se encarecen más. Según datos de **Morningstar**, la comisión media en los fondos de renta variable alcanza el 1,74%, cifra similar a la de Francia y solo por debajo del 2,1% de Italia.

En renta fija, los fondos españoles sí son mucho más competitivos, con una media del 0,43%, según estos datos de Morningstar, casi en línea con EE.UU.

La competitividad de la opción de bajo coste ha presionado a la baja los costes de la gestión activa, que han bajado precios en los últimos años, pero todavía hay una diferencia muy sensible.

Aquí la pregunta es: ¿cuánto peso dar a los costes a la hora de elegir los activos en cartera? Si elegimos la opción más barata, descartamos acertar con ese 10% de gestores que lograrán superar la rentabilidad del mercado. Y puede que el retorno extra que generen algunos de ellos supere en

mucho la media del mercado más el diferencial de comisiones.

A favor de la gestión indexada juega en este punto que, mientras sobre la rentabilidad futura no hay certezas por bueno que sea el historial del gestor, sí sabemos con exactitud los costes que abonaremos. "Todos tenemos una preocupación por intentar reducir al máximo los costes de las carteras, es fundamental. Cuanto menos pesada sea mi mochila más rápido voy a correr", apunta López, de ATL Capital Gestión.

¿VISIÓN PROPIA O SEGUIR LAS TENDENCIAS?

En los índices acaban ponderando más los valores o sectores cuyas acciones suben más, ya sea porque realmente el crecimiento de sus beneficios lo merece o por modas temporales en los mercados.

Aunque el índice más seguido de EE. UU. tiene 500 empresas, solo cinco valores suman un peso del 22% en el índice. Y todos ellos pertenecen al sector tecnológico: Apple, Microsoft, Alphabet (Google), Amazon y Nvidia. Si le sumamos

PARA NO DEJARSE LLEVAR POR LAS TENDENCIAS, LA GESTIÓN ACTIVA OFRECERÁ EN CADA MOMENTO NUMEROSAS OPCIONES QUE SE DESVÍAN PRECISAMENTE DE LOS ÍNDICES. EL RIESGO ES QUE MIENTRAS ESAS TENDENCIAS SIGAN VIGENTES NUESTRA CARTERA SE QUEDARÁ ATRÁS.

Meta (Facebook) y Tesla, casi un 25%.

Ya solo con estos valores tenemos un peso muy alto de la inversión en un puñado de compañías de un mismo sector y estilo de inversión. Si compramos el índice, estaremos siguiendo esa tendencia. Si pensamos que se trata de una moda, nos convertimos en partícipes de la misma.

O, por ejemplo, si elegimos un fondo indexado de renta variable global, estaremos destinando cerca de un 60% a EE. UU. que suele ser lo que pesa en los índices. Y quizá queramos una ponderación menor a un sólo país.

Para no dejarse llevar por las tendencias, la gestión activa ofrecerá en cada momento numerosas opciones que se desvían precisamente de los índices, con las que se pueden configurar las carteras. Eso sí, el riesgo es que mientras esas tendencias sigan vigentes nuestra cartera se quedará atrás.

EL HORIZONTE TEMPORAL TAMBIÉN IMPORTA

Al elegir un fondo de gestión activa, debemos pensar con visión de medio y largo plazo y

La gran tendencia que viene



→ "Cuando se habla de ETFs era sinónimo de gestión pasiva, pero no tiene por qué. ETF significa fondo cotizado, pero ese fondo se puede gestionar de forma activa", apunta Lorena Martínez-Olivares, de JPMorgan AM. "Y pasa a ser gestión

activa cuando hay una decisión de inversión: un objetivo de alfa, control de riesgo a través de factores...", añade. Domingo Soriano, de Fidelity International, lo tiene claro: "Los ETF activos van a cambiar las reglas del juego de la industria a nivel global.

Es un vehículo que tiene una eficiencia brutal". ¿Por qué? Desglosa las ventajas Daniel Pingarrón, de Natixis: "La transparencia, la liquidez y los menores costes, que nos permiten llegar a obtener un alfa, con una desviación frente al índice muy controlada".

→ Ante la demanda del inversor, las casas tradicionales de gestión activa están ofertando una creciente gama de estos productos, con una espectacular diversidad de posibilidades: desde inversión por factores hasta cualquier temática que se pueda imaginar, aunque la mayoría coincide en la oportunidad en torno

a dos activos: los ETFs activos de renta fija, "que son los que más están creciendo en el mundo de la inversión", como explica Nicolás Peña, de Franklin Templeton, y los que aplican criterios de sostenibilidad, con una gama cada vez mayor de ETFs de gestión activa con artículo 8 o 9 de sostenibilidad. •

dejar un tiempo prudencial al gestor para que su estrategia ofrezca los resultados esperados.

Por ejemplo, muchos gestores *value* lo han estado haciendo mucho peor que los índices en la última década, cuando primaba el estilo *growth*, cuyas acciones iban ganando peso en los índices. Pero de repente, en 2022, pasaron a hacerlo mucho mejor porque sus apuestas sobre energía y financieras se dispararon y le sacaron una buena distancia al índice.

“Cuando todos los autobuses van a la playa, tú lo que quieres es comprar el billete más barato. En un mercado alcista, muchos inversores han apostado por gestión pasiva, pero ahora hemos entrado en un escenario donde se verá más el valor de la gestión activa”, explica **Ralph Elder**, director general de **BNY Mellon IM**.

¿CÓMO MEZCLAR EN LAS CARTERAS?

Con todas las cartas sobre la mesa, ya se trata de pensar cómo construir las carteras, intentando generar la mejor rentabilidad riesgo y según se ajuste mejor a las necesidades de cada cliente. “Puedes tener una parte estructural, más similar a la de los índices, y luego intentar generar alfa a través de apuestas tácticas o apuestas satélites y generar esa rentabilidad adicional”, comenta **Juan Hernando**, responsable de selección de fondos de **MoraBanc**.

¿Cuánto destinar a estas inversiones satélite? “Depende mucho de los presupuestos de riesgo. Hay gente para la que puede ser un 10% y hay casas que prefieren que sea 40% o 50%, depende mucho

¿ETFs o fondos indexados?



→ Para replicar un índice, más allá del mundo de los derivados, existen dos vehículos: los ETFs (fondos cotizados) y los fondos indexados. Hay varios factores clave para elegir: → La fiscalidad. El fondo indexado se puede traspasar sin tributar por las plusvalías, lo que para la cartera de un inversor supone una ventaja fiscal. Ahora bien, para un

gestor de fondos de fondos, esta ventaja se pierde. Por este motivo, la mayoría de las carteras gestionadas tienen fondos indexados para replicar los índices, mientras que dentro de las carteras de fondos y sicav dominan los ETFs. → La flexibilidad. Si se quiere agilidad para tomar o deshacer posiciones, el ETF gana, porque cotiza en bolsa y, siempre que sea líquido, se

puede comprar y vender como una acción cualquiera, en segundos. → Los costes. Aunque en ambos casos cuentan con comisiones muy reducidas, aún lo son más en los fondos cotizados, especialmente en los más líquidos. → La diversidad. Se puede encontrar ETFs para casi cualquier cosa que se quiera meter en una cartera. Tanto

de renta fija como de renta variable, sectores específicos, materias primas, metales preciosos, criptodivisas... Los hay también para apalancarse sobre un índice o para ponerse corto. De pura gestión pasiva, semi activa, activa... Con más importancia del ESG o menos... La oferta de los fondos indexados ofrece menos opciones, aunque suficientes para los principales índices y estilos de inversión. •

del *tracking error* que quieras asumir”, añade.

Los gestores coinciden abrumadoramente en el mercado preferido para replicar con índices: la renta variable de gran capitalización de EE. UU., el activo más competitivo y donde más complicado resulta superar a la referencia. “Pero todo lo que sean nichos emergentes, empearíamos a introducir gestores especializados por filosofías o estrategias”, afirma López.

Hernando también apunta que, incluso dentro de renta variable de Estados Unidos, también se pueden encontrar categorías específicas en las que sí se puede encontrar más gestores que superen los índices.

Unas ideas que los datos de SPIVA confirman. Por ejemplo, en *midcaps* de EE. UU., el porcentaje de gestores que superan el índice *S&P MidCap 400* se eleva hasta casi el 19%, el doble que el dato ya comentado sobre el *S&P 500*.

EN UN MERCADO ALCISTA, MUCHOS INVERSORES HAN APOSTADO POR GESTIÓN PASIVA, PERO AHORA HEMOS ENTRADO EN UN ESCENARIO DONDE, TAL VEZ, SE VERÁ MÁS EL VALOR DE LA GESTIÓN ACTIVA.

En emergentes, en el caso de renta variable india, un 32% de los fondos batió *al S&P BSE 100* en la última década.

En la renta fija, también existen cada vez más opciones para tomar posiciones a través de gestión indexada, que ofrecen ventajas como mayor transparencia en precio y liquidez, ya que estos ETF cotizan directamente en mercado y se compran y venden como una acción. Aunque los gestores activos de bonos, como sucede con los de renta variable, remarcan que la composición de los índices no suele tener las emisiones con mayor atractivo, sino las de mayor tamaño o volumen de emisión. Aunque aquí, también, cada vez hay más innovación y variedad para elegir.

Una bendición para el inversor, si cuenta con un buen asesor que le ayuda a seleccionar lo mejor para su cartera. ●

NO ES ORO TODO LO QUE RELUCE EN LA GESTIÓN PASIVA

Argumentos a favor de la gestión activa

D

Desde que en 1975 John Bogle popularizase la gestión pasiva a través de los fondos índice, aquellos que replican la composición de un determinado índice financiero, su crecimiento ha sido espectacular y, de hecho, podríamos decir que ha sido uno de los acontecimientos más relevantes en la industria de gestión de activos de las últimas décadas. Conceptualmente, el objetivo de la gestión pasiva es simple y eso la hace especialmente atractiva. En palabras del propio Bogle, "para qué buscar la aguja en el pajar si puedes comprarlo entero" y de esta manera obtener la misma rentabilidad que el activo subyacente o el índice en cuestión.

El mejor ejemplo de su éxito ha sido el crecimiento experimentado por la gestión pasiva en los últimos años

Hay razones que justifican la apuesta por la gestión activa. El análisis del comportamiento de los mercados, de las decisiones adoptadas por los bancos centrales y de los propios resultados de los dos tipos de gestión puede llevarnos a concluir que la convivencia entre lo activo y lo pasivo está no solo justificada sino también asegurada.

Por **David Manso.***

*Director de **Equity** de **CaixaBank Asset Management**.

y que hace que en algunos mercados como el americano represente prácticamente el 50% del patrimonio de los fondos de inversión y la totalidad en términos de flujos netos de los últimos años. Según Bloomberg, 2019 fue el primer año donde se invirtió más dinero en gestión pasiva que en gestión activa a nivel mundial. En esencia, se ha comprado renta variable pasiva y se ha vendido renta variable activa. Este movimiento se ha visto amplificado por el papel del regulador en su lucha contra los llamados *closet funds*, aquellos fondos que se disfrazan de gestión activa para cobrar las comisiones de estos teniendo mayor similitud, bajo *tracking error* y *active share*, con los de gestión pasiva.

Adicionalmente, hay muchas razones que subrayan su atractivo y estas van desde los menores costes de transacción, costes de gestión, mayor certeza sobre el resultado final en relación con el subyacente, reducción de riesgo "gestor" o de alfa negativa, fiscalidad o escalabilidad, entre otras. Dichas ventajas son bien conocidas por los diferentes agentes y la teoría financiera moderna, desde el *Capital Asset Pricing Model* hasta la hipótesis fuerte de eficiencia de mercado, apuntaría en esta dirección.



A continuación trataré de demostrar que “no es oro todo lo que reluce” y que la gestión activa, por determinadas razones, tiene también su lugar en las carteras de los inversores. En definitiva, entre el negro y el blanco, buscaremos el gris.

¿POR QUÉ NO ES ORO TODO LO QUE RELUCE?

El concepto de gestión pasiva es discutible desde un punto de vista conceptual. Ninguna decisión de inversión es pasiva *per se* ya que el simple hecho que una inversión sea

UNA RAZÓN PARA OPTAR POR LA GESTIÓN ACTIVA ES QUE LOS MERCADOS NO SON EFICIENTES EN SU TOTALIDAD Y ESTAS INEFICIENCIAS SE PUEDEN EXPLOTAR, FUNDAMENTALMENTE, VÍA ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN, RECURSOS Y FLUJOS DE FONDOS.

una compra de un producto indexado es siempre una decisión activa en su origen. Compró España y es una decisión activa y la ejecuto con un producto “pasivo”.

En primer lugar, habría que definir una comparativa homogénea y al mismo tiempo *fair*. Ningún inversor, ni el institucional “pasivo”, puede conseguir la rentabilidad de los índices, ya que cualquier operativa implica costes tanto de transacción como de gestión. En el caso de los inversores particulares, estos costes son más elevados. La conclusión es clara, incluso la gestión pasiva evoluciona peor que los índices. Por lo tanto y como punto de partida, habría que comparar los fondos de gestión activa con aquellos de gestión pasiva que invierten en el mismo universo y que al igual que los primeros, también soportan costes. Según indican algunos estudios académicos, el inversor no profesional tiende a presentar un peor rendimiento frente a los índices de referencia.

Por otro lado, cuando se realizan comparaciones y estas se generalizan al conjunto de los activos, las conclusiones suelen ser erróneas. El mejor ejemplo se encuentra en los fondos de renta variable. Es habitual pensar que el porcentaje de

fondos que presentan un peor comportamiento que su índice de referencia se encuentra con claridad por encima del 50%. La falta de granularidad hace que el árbol nos impida ver el bosque, ya que diferentes estudios concluyen que, si analizamos la renta variable global sin el mercado americano, el gestor activo gana la partida. Intuitivamente, existen varios factores para entender por qué ha sido una tarea titánica hacerlo mejor que los índices de referencia americanos:

La reciente concentración del mercado en un número reducido de compañías y de sectores, niveles estos no conocidos con anterioridad.

La mejor evolución de las compañías grandes se presenta como una dificultad añadida para la gestión activa al ser estas las que habitualmente financian posiciones activas en valores más pequeños.

Los gestores activos suelen mantener posiciones largas en el estilo de inversión valor, y este ha tenido un *underperformance* histórico frente a crecimiento.

Posiciones de tesorería en los fondos que no se están teniendo en cuenta en el análisis. Dichas posiciones de caja son cercanas al 2% de media y en un mercado al alza, pagas un peaje. ***



*** Dos puntualizaciones al respecto, la tenencia de caja responde en la mayoría de los casos a exigencias regulatorias y es cierto que se podrían reemplazar por futuros de índices, pero estos también tienen un coste.

En un estudio realizado por UBS en 2017 sobre más de 27.000 fondos en Europa, el fondo de gestión activo presentaba una mejor evolución frente a sus índices de referencia, con una media de 42 puntos básicos por año desde el año 2000, y de 78 puntos básicos si la comparativa es contra la alternativa "pasiva".

Muchos instrumentos de gestión pasiva han disfrutado de un círculo virtuoso las últimas décadas, donde su excelente evolución (i.e tecnología americana) provoca la entrada de más flujos y, estos a su vez influían positivamente en su evolución, algo así como la profecía autocumplida. La experiencia nos enseña que cuando una planta se riega demasiado se acaba ahogando, y esta metáfora trasladada a un ámbito financiero pone en valor que cuando el viento sopla de cola, de forma inesperada pasa a soplar

de cara. No hay que olvidar que nada es eterno y que los árboles no crecen hasta el cielo. En este sentido, el efecto retrovisor, históricamente, no ha sido un buen consejero.

Los mejores resultados en Europa podrían validar el punto anterior, ya que en nuestro continente no se producía el efecto flujo tan marcado como en Estados Unidos, y el peso de la gestión pasiva sobre el total es claramente inferior al caso americano.

Dentro del debate entre gestión activa frente a gestión pasiva no se suele incluir en la ecuación el papel del inversor directo, ya sea este minorista o institucional. Dependiendo de la jurisdicción, este inversor puede jugar un papel muy relevante en algunos mercados, y no se está recogiendo así en muchos análisis.

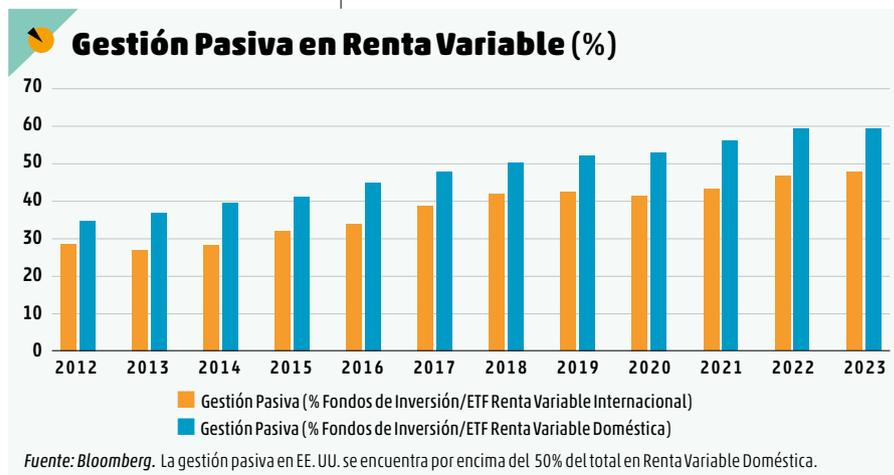
¿EXISTEN RAZONES QUE JUSTIFICAN LA GESTIÓN ACTIVA?

Son varias las razones por las cuales consideramos que la gestión activa sigue siendo relevante en las carteras de los inversores, en especial en algunos activos donde históricamente ha sido mejor opción que la gestión pasiva.

LA GESTIÓN ACTIVA PERMITE GESTIONAR RIESGOS FRENTE A LA EXPOSICIÓN TOTAL DE UN INSTRUMENTO PASIVO. APORTA FLEXIBILIDAD A PROCESOS DE INVERSIÓN FRENTE A LA RIGIDEZ DE LA GESTIÓN PASIVA.

Algunos de estos factores son los siguientes:

- ▶ Los mercados no son eficientes en su totalidad y estas ineficiencias se pueden explotar, fundamentalmente, vía asimetrías de información, recursos y flujos de fondos.
- ▶ Una de las consecuencias de las diferentes exigencias regulatorias es el menor número de analistas por compañía, en especial si estas son pequeñas o cotizan en mercados de menor relevancia. Asignar recursos al seguimiento de compañías pequeñas y medianas puede ser una fuente adicional de generación de alfa. Lo mismo ocurre con los mercados emergentes e incluso con algunos activos alternativos y privados. Tamaño y liquidez se convierten en "nichos" donde generar valor.
- ▶ El propio plazo de inversión. Los inversores a largo plazo pueden tomar decisiones que faciliten la generación de alfa. En el corto plazo, la valoración no juega un papel relevante, podríamos decir que es un "tigre sin dientes". Sin embargo, en el largo plazo, se convierte en un arma de destrucción masiva que es capaz de explicar la mayor parte de la variabilidad de los mercados. Estrategias que exploten estas ineficiencias que descansan en el marco temporal se convierten en ganadoras. Ya lo decía Rousseau, "la paciencia es amarga, pero su fruto es dulce".
- ▶ La gestión activa permite gestionar riesgos frente a la exposición total de un instrumento pasivo. Aporta flexibilidad a procesos de inversión frente a la rigidez de la gestión pasiva que ante cualquier situación de mercado



hace el "Don Tancredo". La gestión pasiva es un timón que cualquiera puede sujetar cuando la mar está en calma.

► Existen activos que no se pueden "pasivizar", desde un cuadro de Picasso pasando por un edificio en Central Park o determinados activos concesionales. La apuesta de la industria está siendo "pasivizar" cotizado y líquido, y "activar" activos ilíquidos y privados.

► Si durante el pasado siglo el aspecto más disruptivo en finanzas fue la teoría de formación de carteras y la inclusión de la variable riesgo en el análisis de inversiones, en el presente, la sostenibilidad se ha convertido en el elemento central del debate, tanto por su impacto en la rentabilidad de las compañías, como en el riesgo (actúa como "canario en la mina" a la hora de anticipar potenciales riesgos). Lo relevante en lo que afecta al debate gestión activa – gestión pasiva, es que la sostenibilidad es difícil de "pasivizar" al no existir criterios estándar como capitalización o incluso valoración. Quien quiera recorrer el viaje de la sostenibilidad, lo tendrá que hacer de forma "activa". ●

CUANTO MÁS PASIVO ES UN MERCADO, MENOS REACCIONA A LA NUEVA INFORMACIÓN, HACIENDO QUE ESTE SEA INEFICIENTE Y, POR LO TANTO, SUSCEPTIBLE DE BATIRLO VÍA GESTIÓN ACTIVA.

Mayor enfoque a largo plazo



→ En las últimas décadas hemos tenido un régimen de mercado muy definido, con inflación y tipos de interés a la baja que respondían a incrementos de productividad y procesos de globalización que beneficiaba la concentración en un número menor de compañías y sectores, aumentando así la dificultad de obtener rentabilidades superiores al mercado. Un incremento del porcentaje de activos con rentabilidades negativas, fruto de las políticas monetarias no convencionales, venía acompañado de un mayor número de fondos, perdiendo la partida frente a sus índices, haciendo patente la existencia de un elemento coyuntural.

→ En la actualidad, asistimos a cambios estructurales como la desglobalización, revolución verde, inflación al alza y subida de tipos que han provocado tanto un cambio en las correlaciones de los diferentes activos, así como menores expectativas de rentabilidad. Estas menores expectativas podrían forzar a los inversores a aumentar el porcentaje de inversión activa, activos privados e ilíquidos. Cuanto más pasivo es un mercado, menos reacciona a la nueva información, haciendo que este sea ineficiente y, por lo tanto, susceptible de batirlo vía gestión activa. Quien quiera obtener resultados diferentes, tendrá que hacer cosas diferentes.

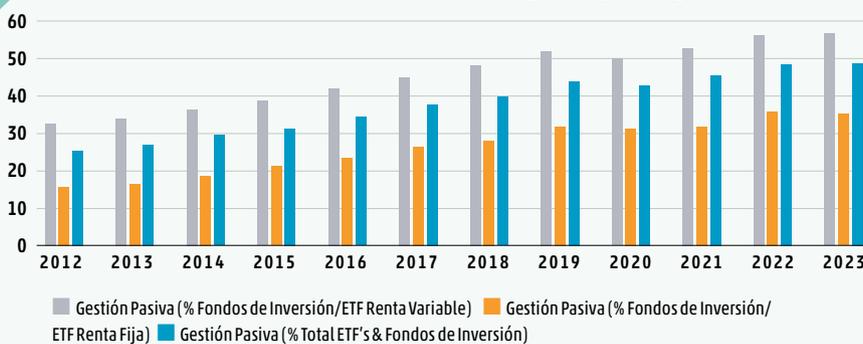
→ Podríamos encontrarnos en un punto en la industria de gestión de activos donde sea necesario un mayor enfoque a largo plazo que permita desarrollar políticas de diálogo activo con las compañías en las que se invierte, tanto con un enfoque financiero como en términos de sostenibilidad. De lo contrario, el incentivo para los gestores seguirá siendo "pegarse" a sus índices de referencia para protegerse de los vaivenes y del ruido del corto plazo, y en el medio y largo plazo asegurarse un *underperformance* vía mayores costes.

→ Quizás sirva la frase del genial Mark Twain: "Las noticias sobre mi muerte han sido ampliamente exageradas" para concluir

que lejos de "enterrar" la gestión activa, esta podría tener un futuro prometedor los próximos años y convertirse en piedra angular en el proceso de construcción de carteras y generación de valor. Por todo ello, la convivencia entre lo activo y lo pasivo está no solo justificada sino también asegurada.

→ Esperemos que así sea y que esa especie en extinción en la que se está convirtiendo el gestor activo, vuelva a renacer como el Ave Fénix. ●

Evolución Gestión Pasiva en USA por tipología de fondo



Fuente: Bloomberg. La gestión pasiva en EE. UU. se acerca al 50% del total teniendo en cuenta tanto el patrimonio en Mutual Funds como en ETF. En productos de renta variable, la gestión pasiva ya sería mayoritaria.



POR SU GESTIÓN DEL RIESGO Y SU FLEXIBILIDAD PARA ADECUARSE A LOS CAMBIOS MACROECONÓMICOS

Gestión activa para un mercado incierto

Su potencia para generar alfa hace de la gestión activa una estrategia especialmente adecuada en escenarios de incertidumbre donde tiene mucha importancia el análisis fundamental. Los inversores institucionales valoran, además, su capacidad para gestionar el riesgo y la posibilidad de personalizar sus carteras para alinearse con sus valores ESG. Por **Carmen Olds**.*

**Directora en Natixis IM Solutions para España y Latam.*



El segmento institucional, a favor de la gestión activa

→ Navegar la volatilidad de los mercados requiere de una estrategia de gestión activa. Es una de las conclusiones extraídas de la encuesta a inversores institucionales que Natixis IM realizó en 2022, en la que dos tercios de los inversores encuestados afirmaron que los grandes flujos de entrada y salida de inversiones pasivas exacerbaban la volatilidad. Además, la mitad de los encuestados también señalaron que la gestión activa proporciona una mejor gestión global del riesgo. Por ello, el 70% indicó que invertiría en fondos activos para obtener mejores rendimientos ajustados al riesgo.

→ Otra de las conclusiones de la encuesta es que, en este segmento (inversores institucionales), la gestión pasiva conlleva la idea de que su creciente uso demuestra que el mercado está ignorando los fundamentales: así lo señalaron el 58% de los encuestados.

→ Entre las razones por las que los inversores institucionales se decantan por la gestión activa, encontramos que el 70% de los encuestados en el citado estudio de Natixis IM señalan el lograr mejores rentabilidades a largo plazo; el 51% una mejor gestión del riesgo; el 40% una mejor adaptación a mercados cambiantes; y el 39% indican que lo hacen porque con ella pueden personalizar sus carteras para alinearse con sus valores ESG. •

La tecnología sigue aumentando la eficiencia de los mercados de capitales y creando nuevas oportunidades para los inversores. En esta línea, una de las innovaciones más importantes de las últimas décadas es la inversión pasiva, que ofrece al inversor acceso al mercado de manera más barata. En contraste con la gestión activa, que se basa en la selección fundamental de valores, simplemente busca replicar el comportamiento de un determinado índice.

El uso de estrategias activas o pasivas es un viejo debate en el mundo de la inversión, ya que la creciente aceptación de la inversión pasiva durante el largo mercado alcista de la

década de 2010, junto con una mayor sensibilidad a las comisiones, se tradujo en un crecimiento más rápido de la gestión pasiva frente a la gestión activa.

Es cierto que las estrategias pasivas han logrado mejores resultados que las estrategias activas en determinados mercados como, por ejemplo, la renta variable estadounidense de gran capitalización. No obstante, las tasas de éxito a largo plazo de los fondos activos son mayores en otros sectores como la renta variable estadounidense de mediana y pequeña capitalización según datos del Barómetro Morningstar Europeo Activo/Pasivo (<https://www.morningstar.com/lp/active-passive-barometer>). Estos resultados no son del todo

LA GESTIÓN ACTIVA TIENDE A OBTENER MEJORES RESULTADOS EN MERCADOS MENOS EFICIENTES, DONDE HAY UN MENOR VOLUMEN DE INVESTIGACIÓN Y MAYOR DISPERSIÓN DE ACTIVOS.



Los gestores deben ser activos



→ **El éxito de la gestión activa requiere un alto nivel de convicción por parte del gestor, que trata de apoyar a las compañías que considera más fuertes. Sin embargo, esta convicción puede ser un arma de doble filo y provocar mayores pérdidas cuando los gestores apuestan por empresas que fracasan. Por esta razón, hay estrategias activas que optan por no desviarse de su índice de referencia más del estrictamente necesario para poder justificar sus comisiones.**

→ **En el pasado, ceñirse al índice podía ser una forma eficaz de rendir lo suficiente, pero, por supuesto, también eliminaba la oportunidad de obtener mejores resultados. Hoy en día, la mayor competencia que supone la popularidad de la inversión pasiva obliga a los fondos activos a desviarse más del índice de referencia (aumentando su *active share*) y a reducir sus comisiones.**

→ **De hecho, en aquellos mercados en los que los inversores tienen opciones**

de inversión pasiva más limitadas, muchos fondos activos son "indexadores encubiertos". Tal y como se muestra en el gráfico, en el caso de España, en 2010, hasta un 10% de los fondos eran fondos indexados y 40% eran "indexadores encubiertos" siendo el 50% gestores activos puros. Estos fondos, que son "indexadores encubiertos", podrían fácilmente ser reemplazados por una estrategia de inversión pasiva, ya que pagar una comisión activa a un

gestor con un *active share* relativamente bajo no sería un uso eficiente de las comisiones de gestión.

→ **Sin embargo, los gestores de carteras están viendo las ventajas de bifurcar las comisiones de gestión, obteniendo exposición beta a través de productos indexados de baja comisión y pagando a gestores verdaderamente activos, con un elevado *active share*, una comisión tradicional para la generación de alfa. •**

*** sorprendentes, ya que la gestión activa tiende a obtener mejores resultados en mercados menos eficientes, donde hay un menor volumen de investigación y mayor dispersión entre activos.

MAYOR ENFOQUE EN LA GESTIÓN DEL RIESGO

Solo la gestión activa ofrece el potencial para la generación de alfa. Aunque se puede confiar en las estrategias pasivas para seguir la evolución de un índice, son las activas las que ofrecen la posibilidad de superar la rentabilidad del índice. En la gestión activa, la atención se pone en el análisis de los fundamentales a largo plazo, y en el estudio en profundidad del contexto macroeconómico. En un entorno en constante cambio, el gestor dispone de la flexibilidad para desviarse del índice de referencia para invertir selectivamente en los valores que cree que tendrán

un mejor comportamiento, lo que permite generar rendimientos adicionales que las estrategias pasivas difícilmente pueden capturar.

La gestión activa también permite un mayor enfoque en la gestión del riesgo. Si bien es cierto que los fondos pasivos suelen estar más diversificados en cuanto al número de compañías en las que invierten, al replicar los índices ponderados por capitalización bursátil, su concentración en un reducido número de compañías es mucho mayor que en los fondos activos, que suelen invertir en un menor número de títulos, pero a través de posiciones menos concentradas. Además, al supervisar y ajustar activamente sus carteras, los gestores activos pueden responder a un entorno cambiante para mitigar riesgos financieros y extra-financieros, ayudando a los inversores a navegar mejor los

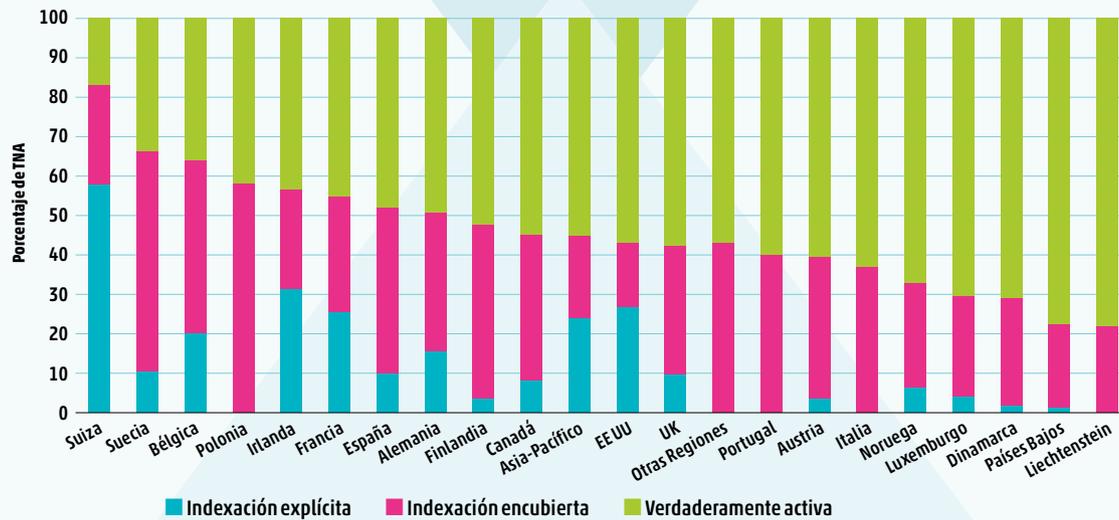
LA GESTIÓN ACTIVA TAMBIÉN PERMITE UN MAYOR ENFOQUE EN LA GESTIÓN DEL RIESGO, AUNQUE LOS FONDOS PASIVOS SUELEN ESTAR MÁS DIVERSIFICADOS POR EL NÚMERO DE COMPAÑÍAS EN LAS QUE INVIERTEN.

mercados en todos los contextos.

En momentos como el actual, en el que el aumento de la volatilidad y la incertidumbre exigen un análisis pormenorizado de los mercados y del entorno macroeconómico, la gestión activa cobra aún mayor importancia. La inversión pasiva obtuvo muy buenos resultados en un mercado alcista impulsado por la beta, pero podría no obtener los mismos resultados en un entorno de recesión económica. Así lo señalan los selectores de fondos en la última encuesta realizada por Natixis IM: el 80% de ellos afirman que la gestión activa es necesaria para encontrar alfa durante una recesión.

Por último, conviene subrayar que el debate sobre la gestión activa no es aplicable únicamente a la renta variable, donde se generalizó la gestión pasiva

Indexación explícita y encubierta por país de domicilio a diciembre de 2010



Fuente: Martyn Creners, Miguel A. Ferreira, Pedro Matos, Laura Starks. Publicado por el "The Journal of Financial Economics". Febrero 2016.

en un principio, sino a todas las clases de activos. En esto coinciden tres cuartos de los asesores financieros encuestados por Natixis IM en 2023 (Natixis Global Fund Selector Outlook Survey: <https://www.im.natixis.com/us/resources/2023-fund-selector-outlook-full-report>) que creen que la gestión activa es igual de importante cuando hablamos de renta fija que cuando hablamos de renta variable. De hecho, ocho de cada diez asesores opinan que actualmente es importante trabajar con un gestor de renta fija con experiencia, debido a la incertidumbre que presenta hoy en día el mercado de bonos.

LA GESTIÓN ACTIVA EN LA CONSTRUCCIÓN DE CARTERAS

A la hora de construir una cartera, una vez se ha decidido sobre la asignación de activos, la cuestión natural es si utilizar

estrategias activas o pasivas. La inversión pasiva puede resultar más sencilla desde el punto de vista de la construcción de carteras, ya que los fondos pasivos son puramente representativos de los índices o clases de activos a los que se quiere acceder. Además, ofrece ventajas para el inversor final en forma de menores costes o facilidad de implementación.

Sin embargo, una consideración muy importante es que invertir solamente en inversión pasiva supone renunciar a la potencial generación de alfa y a la diversificación que pueden proporcionar los gestores activos mediante la selección fundamental de valores. En una cartera construida únicamente por fondos pasivos, no existe una fuente de alfa para compensar los posibles desaciertos en la asignación de activos. Por ello, muchos gestores de carteras

INVERTIR SOLO EN GESTIÓN PASIVA SUPONE RENUNCIAR A LA POTENCIAL GENERACIÓN DE ALFA Y A LA DIVERSIFICACIÓN QUE PUEDEN PROPORCIONAR LOS GESTORES ACTIVOS.

optan por un enfoque híbrido que ofrezca acceso al mercado mediante estrategias pasivas de baja comisión y la posibilidad de obtener alfa mediante gestores activos. Ante todo, la gestión activa permite alinear las inversiones a los objetivos y la tolerancia al riesgo de cada inversor. Por esta razón, incluso cuando un gestor de carteras opta por un enfoque híbrido con activos subyacentes mantenidos en inversiones pasivas, la gestión activa sigue siendo necesaria para garantizar que las carteras se reequilibren periódicamente a fin de gestionar el riesgo y cumplir los objetivos de cada cliente. La clave en este punto es el enfoque largoplacista y que el cliente confíe en la capacidad, la experiencia y los conocimientos especializados de su gestor en lugar de dejar las decisiones de su cartera en manos de algoritmos. ●



La coexistencia entre dos tipos de gestión

¿Gestión activa o pasiva? ¿Cuál es la más adecuada? Quizá la pregunta que está formulándose es incorrecta. Los inversores disponen de una gama de opciones que abarca desde la gestión pasiva pura hasta la gestión activa pura. Sería mejor preguntar cómo pueden los inversores recurrir a las diferentes opciones para alcanzar sus objetivos. Por **Eugene Philalitis**.*

**Responsable para Europa de gestión multiactivos en Fidelity International.*



Gestión activa o pasiva? Los inversores se han hecho esta pregunta y se han lanzado a sus

gestoras de fondos desde el momento en el que comenzó a popularizarse la inversión pasiva. Lo que acostumbraba a ser un mundo con una gestión exclusivamente activa mutó a otro con gestión activa y pasiva, o las más de las veces, con gestión activa contra pasiva, en el que se animaba a los inversores a ver los dos estilos de inversión como excluyentes. Pero, quizá, el éxito esté en el término medio.

Encuadrar el debate contraponiendo la gestión activa a la pasiva no ha funcionado bien para los inversores. Después de todo, invertir solo es un medio para alcanzar un fin. Lo que realmente queremos como inversores es que los resultados finales respondan a nuestras necesidades. Llegar hasta ese punto resulta complicado y reducir la inversión a escoger una de dos opciones disponibles es reduccionista, a la par que limitador. Tanto es así que el espacio entre la gestión pasiva y la activa no es un vacío, sino un continuo que abarca desde la exposición ponderada por capitalización bursátil hasta la inversión sin restricciones, con un creciente número de opciones entre medias.

ENTENDIENDO LOS CONCEPTOS

Para complicar un poco más las cosas, la terminología en torno a la inversión activa y pasiva ha alcanzado sus

LA TERMINOLOGÍA EN TORNO A LA INVERSIÓN ACTIVA Y PASIVA HA ALCANZADO SUS LÍMITES. LO QUE ERA ADECUADO CUANDO ÚNICAMENTE EXISTÍAN DOS OPCIONES YA NO VALE.

límites. Lo que era adecuado cuando únicamente existían dos opciones ya no vale. Algunas personas entienden la inversión pasiva como la exposición a la beta pura a través de un índice ponderado por valor de mercado, mientras que otras consideran inversión pasiva cualquier cartera gestionada pasivamente que incluya estrategias sistemáticas, que intenten captar alfa y puedan desviarse considerablemente del mercado.

A todo ello es preciso sumarle una realidad: ninguna inversión es verdaderamente pasiva. La decisión sobre gestión activa o gestión pasiva es solo una decisión activa que forma parte de un conjunto mayor de decisiones activas: primero, se debe elegir la asignación de activos; después, si esta asignación se sobrepondera o infrapondera tácticamente dependerá de la visión que se maneje del mercado; finalmente, el peso de las diferentes clases de activos. Así, después de todo eso, si uno decide que lo que más le conviene es una exposición ponderada por capitalización a la renta variable estadounidense, a continuación, debe decidir si la exposición más adecuada es el S&P 500, el MSCI USA, el Russell 1000 o cualquier otro índice de mercado.

No es el producto final lo que determina realmente lo activo o pasivo que es uno. Un inversor que compra el índice S&P 500 y lo mantiene a largo plazo, probablemente, puede considerarse a sí mismo con seguridad un inversor pasivo. Sin embargo, los productos

pasivos más granulares pueden ser muy útiles para conseguir exposición a una temática o segmento específico a la hora de poner en práctica una visión activa. De este modo, la mayoría considerará utilizar el índice S&P 500 Financials para realizar una apuesta táctica por las perspectivas de más subidas de tipos en EE. UU., lo que sería el comportamiento de un inversor relativamente activo. Los términos activo y pasivo pueden ser engañosos.

LA HABILIDAD EN LA GESTIÓN ES CLAVE

En un mundo ideal, los fondos indexados deberían replicar perfectamente sus índices de referencia, pero como eso no es posible, los inversores deben entender los diferentes métodos que existen para medir lo bien que un fondo reproduce su índice de referencia. La diferencia entre la rentabilidad del índice de referencia y la del fondo se mide de dos formas: *tracking difference* y *tracking error*. *Tracking difference* es la diferencia entre la rentabilidad del fondo y la del índice, mientras que el *tracking error* se define como la volatilidad de la primera. Es importante para los inversores entender algunos criterios clave que determinan esta diferencia entre la evolución del fondo y la del índice de referencia. Esta diferencia puede proceder de los gastos del fondo, el método de réplica del índice o la habilidad del gestor.

Los gastos del fondo se incorporan a este y pueden lastrar su evolución cuando se compara con la del índice. ***



*** Sus comisiones pueden tener un efecto considerable en las rentabilidades a largo plazo, por lo que asegurarse de que el coste es competitivo debería ser una consideración clave.

Cuando replican físicamente un índice, los gestores de fondos a menudo emplean uno de los siguientes dos métodos. El más común de ellos es la réplica completa. Eso supone crear una cartera indexada formada por todos los valores del índice según su ponderación relativa. Con ello se consigue una réplica muy parecida y significa que las características del fondo son virtualmente idénticas a las del índice, pero eso puede resultar difícil de conseguir en algunos mercados más ilíquidos y comprar acciones de todos los integrantes supone incrementar los costes por operaciones.

El segundo método es tomar una muestra. En este caso, se compra una selección de los valores que componen el índice. Este enfoque ayuda a atenuar los problemas de liquidez o el hecho de tener un gran número de posiciones en el índice. La muestra trata de reproducir las características fundamentales del índice y replicar sus rentabilidades. Pero esta técnica incrementa la posibilidad de *tracking error* entre el fondo y el índice.

Con independencia de la técnica empleada por el gestor, su habilidad, definida por cómo ejecuta el método escogido, sigue importando. Esta habilidad puede resultar difícil de aislar y a menudo se mide con el *tracking error*, que puede minimizarse

gestionando eficazmente los flujos de liquidez y reduciendo los costes por operaciones.

LA COMBINACIÓN DE ESTILOS

Las condiciones económicas y estructurales cambian a lo largo de los ciclos de inversión, y lo mismo ocurre con las oportunidades para generar rentabilidades. Los gestores activos pasan gran parte de su tiempo estudiando la multiplicidad de oportunidades de inversión dentro de un mercado dado en busca de posibles activos incorrectamente valorados,

DADO QUE PARECEN TAN DIFERENTES, LAS DOS ESTRATEGIAS SE CONTRAPONEN A MENUDO EN UNA SUERTE DE PUGNA. PERO, LO CIERTO ES QUE SON COMPLEMENTARIAS.

es decir, aquellos cuyo valor por fundamentales o su prometedor potencial todavía no se han materializado íntegramente. Por el contrario, la inversión pasiva predica la idea de que los propios índices brindan el acceso más eficiente a un mercado.

Dado que parecen tan diferentes, las dos estrategias se contraponen a menudo entre lo activo y lo pasivo, pero lo cierto es que son complementarias. En el mundo real, los mercados son un microcosmos del entorno económico, político y normativo general. A medida que las condiciones evolucionan a lo largo de un ciclo económico, también lo hacen las fuerzas que mueven los mercados. En ocasiones, la exposición a la beta pura generará una rentabilidad adecuada, dejando algo de margen para la generación de alfa. En otras, las ineficiencias crearán oportunidades para que los gestores activos experimentados destaquen. Sin embargo, con más frecuencia la estrategia óptima empleará las dos alternativas en diferentes grados.

Aunque las estrategias indexadas pasivas se aprovechan de todo el recorrido de los mercados cuando suben (menos las comisiones), también sufren todas las consecuencias cuando los mercados caen y, de hecho, plasman el riesgo de mercado. Es en este entorno cuando la exposición a la beta pura coloca en una situación precaria a los inversores

Ser activo con sus inversiones pasivas



→ Los inversores que optan por productos de gestión pasiva necesitan tener claros sus objetivos estratégicos y entender todos los riesgos que intervienen antes de invertir, decidiendo qué componentes van a emplear: activos, pasivos, beta optimizada o alternativos. La eficacia de los productos pasivos específicos debería evaluarse en el contexto general de los objetivos y presupuestos de riesgos de la cartera. Los inversores también necesitan analizar el papel que probablemente desempeñen los instrumentos concretos dentro de la cartera. Cuando seleccionen un producto, los inversores deben analizar la exposición de mercado que están tratando de conseguir, la estructura, los resultados y el coste total de propiedad, lo que implica ir más allá de las comisiones a primera vista. Los costes de las estrategias pasivas pueden incrementarse.

→ Escoger la estrategia pasiva adecuada y el vehículo requiere un alto grado de comprensión y atención por parte de los inversores para garantizar que el producto ofrece lo que promete y que después no haya sorpresas. La clave de la inversión pasiva es que debería ser sencilla y cumplir las expectativas de riesgo y rentabilidad de los inversores. Eso solo puede ocurrir si un inversor pasivo se interesa activamente antes de entregar su dinero. •

Combinación mediante la inversión cuantitativa



→ Bajando un poco más por el continuo, llegamos al área de la inversión cuantitativa, que trata de combinar el análisis activo y las señales sistemáticas del mercado para captar el alfa de forma constante y a un coste más bajo que el de la gestión activa. La configuración de carteras cuantitativas puede utilizarse para conseguir carteras altamente personalizadas y eficientes, incluso en un entorno

fuertemente regulado. El alfa puede desglosarse entre asignación de activos y selección de títulos y después se utiliza un proceso de inversión cuantitativo para ayudar a posicionar la cartera en la frontera eficiente personal de un inversor.

→ Los inversores pueden decidir a qué factores de riesgo les gustaría exponerse activamente y con cuáles querían tener exposición a la beta pura. De esta forma,

dos elementos clave de la gestión activa –la selección de títulos y la configuración de carteras– se desagregan con el fin de que los inversores puedan aprovechar el análisis activo para seleccionar títulos en una cartera que se gestione de forma sistemática. Por ejemplo, un inversor en renta fija que tenga un alto grado de convicción en la gestión activa de la duración podría asignar la mayor parte de

su presupuesto de riesgo a las exposiciones activas a ese factor, optando al mismo tiempo por una exposición general al riesgo de deuda corporativa y neutralizando completamente el riesgo cambiario mediante coberturas. Del mismo modo, un inversor que piense que se podrían obtener ganancias mediante el análisis activo en valores de pequeña capitalización puede optar por tener una exposición activa

elevada a esta área y una exposición de beta pura a otros factores. Después, estos elementos pueden utilizarse para configurar una cartera que se gestione de forma sistemática, con la capacidad de personalizar las reglas excluyendo determinados títulos o sectores, además de cumplir restricciones particulares en materia de costes, rentabilidades deseadas, diversificación, etc. •

y estos vuelven la vista a la protección del capital, cuando los gestores activos pueden demostrar su valía. Un buen gestor puede marcar una diferencia significativa en una fase de caídas en los mercados. Las oleadas de ventas indiscriminadas son inherentemente ineficientes, lo que permite a los inversores cualificados explotar las ventajas de información que señalan dónde y cuándo tomar o evitar la exposición.

Las estrategias orientadas a la calidad pueden ser especialmente beneficiosas, ya que las empresas con cimientos sólidos en forma de beneficios constantes y predecibles, con un buen equipo gestor y balances saneados, pueden aumentar su atractivo. Elegir el lugar adecuado dentro del

continuo gestión activa-pasiva es solo una de las muchas decisiones activas que los inversores deben tomar para ponderar los objetivos de riesgo, rentabilidad y costes. Los inversores buscan cada vez más soluciones completas, en lugar de estrategias aisladas. Muchos aprecian el valor que poseen los diferentes estilos de inversión y buscan una combinación que se adapte a sus objetivos generales en un momento concreto, más que una adhesión estricta a una filosofía concreta.

A la vista de las variaciones en los resultados, diversificar a lo largo del continuo, no solo entre clases de activos, podría ser una decisión acertada. Sin embargo, el punto del continuo en el que posicionarse no necesita estar escrito en piedra, sino

LOS PRODUCTOS PASIVOS MÁS GRANULARES PUEDEN SER MUY ÚTILES PARA CONSEGUIR EXPOSICIÓN A UNA TEMÁTICA O SEGMENTO ESPECÍFICO A LA HORA DE PONER EN PRÁCTICA UNA VISIÓN ACTIVA.

que puede ser dinámico dependiendo de los ciclos del mercado y las necesidades de los inversores. Este mayor número de opciones dentro del continuo gestión activa-pasiva es un gran paso adelante que permite a los inversores adaptar las inversiones para conseguir mejor los resultados que desean.

¿Y qué nos deparará el futuro? Se avecina una mayor granularidad a lo largo del continuo a medida que los componentes se desagreguen y reorganicen para crear combinaciones cada vez más personalizadas de inversiones activas y pasivas. Eso es indudablemente algo bueno para los inversores que intentan alcanzar sus objetivos de rentabilidad con restricciones en materia de comisiones. ●

LOS EFTS, UN BUEN INSTRUMENTO DE GESTIÓN PASIVA

Con la complicidad del tiempo

U

na de las formas de inversión más populares entre los pequeños ahorradores son los ETFs o fondos cotizados. Este tipo de inversión no ha parado de crecer durante la última década y en España ya supera los 67.000 millones de euros. Según datos de Bolsas y Mercados Españoles, es el instrumento financiero que más creció durante el año pasado. En otros países, los datos son todavía más abrumadores. Por ejemplo, en EE. UU., los activos bajo gestión, -es decir, la cantidad de dinero invertido en ETFs- ya supera los siete billones de dólares mientras que más del 40% de los pequeños ahorradores asegura estar utilizando estos vehículos de inversión. De cara a los próximos años, se espera que continúe creciendo hasta convertirse en el instrumento favorito de los pequeños inversores.

A pesar de que, en un primer momento, el nombre ETF, por sus siglas en inglés *Exchange Traded Funds*, pueda generar cierto respeto ya que suena

La apuesta por la gestión pasiva a través de ETFs se muestra imparable en los últimos tiempos. La historia ha demostrado que el largo plazo ofrece mejores rentabilidades con un menor coste, y una flexibilidad y diversificación de las que no es necesario prescindir. Cuanto antes se apueste por este tipo de gestión, mucho mejor.

Por **Joaquín Robles** . *

*Analista de **XTB**.

como algo más complejo, la realidad es que precisamente ese instrumento se caracteriza por su simplicidad, flexibilidad y bajo coste.

La inversión en ETFs es exactamente igual que con las acciones: cada participación tiene un precio determinado, un horario de negociación similar y tanto la compra como la venta se realizan de forma instantánea. Estos se adaptan a cualquier tipo de perfil y horizonte temporal, ya que con ellos podemos invertir en la gran mayoría de los principales tipos de activos que se negocian en la bolsa.

Una de las características fundamentales de este instrumento es que todo ETF replica a un índice previamente creado. Ese índice puede ser un conjunto de empresas de un país (IBEX 35, S&P 500), una cesta de acciones del mismo sector (por ejemplo, de agricultura), bonos (por ejemplo, emitidos por el gobierno USA) o una cesta de las principales materias primas. El objetivo del instrumento es, ***



Principales estrategias de inversión (1)

Poder del largo plazo e interés compuesto



→ Aunque muchos inversores prefieren un mayor dinamismo en sus inversiones, la historia ha demostrado una y otra vez que comprar y mantener en largo plazo, independientemente de las fluctuaciones del mercado, es una de las estrategias que mejor resultado ofrece. Los críticos argumentan que los inversores que compran y mantienen no pueden vender en momentos óptimos. Lo cierto es que tratar

de buscar los “techos y los suelos” del mercado es una tarea muy complicada.

→ Aunque la mayor parte de los años los principales índices globales finalizan en positivo, en ocasiones sufren caídas durante el transcurso del año superiores al 20%. Tratar de comprar en mínimos y vender en máximos, va a provocar que estemos más tiempo fuera del mercado buscando el mejor momento para entrar, desaprovechando

el poder del interés compuesto y el poder diferir el pago de los impuestos. Precisamente una de las frases célebres de Warren Buffet es: “El tiempo es tu amigo y el impulso tu enemigo. Aprovecha el interés compuesto y no te dejes cautivar por los cantos de sirena”.

→ Reinvertir los intereses acumulados durante un periodo largo de tiempo, nos ofrece una mayor rentabilidad. Imaginemos que realizamos una

aportación de 10.000 euros a 30 años y la rentabilidad anual de nuestro activo es de un 5%, los intereses acumulados serían de 15.000 euros para un total de 25.000 euros. Mientras que, en el caso del interés compuesto, aportando los mismos 10.000 euros y reinvertiendo todos los intereses acumulados, nuestro capital final será de 43.219 euros.

→ Por lo tanto, cuanto antes se empiece con esta estrategia, mayor poder tendrá el interés compuesto en el largo plazo. Para tener éxito utilizando esta estrategia es necesario un activo

con la capacidad de revalorizarse sistemáticamente. Para realizar esta estrategia, un ETF sobre el S&P 500 es el instrumento ideal, puesto que el rendimiento de un año se acumula sobre el total de años anteriores. Además, tiene una rentabilidad histórica anual superior al 6%. Es importante señalar que es factible empezar en negativo o incluso que transcurran unos años antes de ver la inversión en positivo. Eso sí, cuantos más años estemos dentro de la inversión, más posibilidades hay de tener éxito en la misma y acercarnos a su media histórica. •



*** por tanto, replicar el movimiento de ese índice.

Imaginemos que queremos invertir en el IBEX 35. No solo deseamos estar expuestos a él, queremos replicar exactamente su comportamiento, de tal manera que si el selectivo español sube o baja un 5%, lo mismo ocurrirá con el dinero que hemos invertido. Para ello podríamos comprar las 35 acciones que componen el índice o contratar un fondo de inversión referenciado al IBEX, sin embargo, ninguna de estas opciones nos va a asegurar el mismo comportamiento.

Sin embargo, si decidimos comprar un ETF del IBEX 35 podemos invertir la cantidad de dinero que decidamos y obtener casi exactamente el mismo comportamiento del Ibex 35 en nuestra propia cartera. El funcionamiento es muy sencillo: el gestor de este fondo se encarga de comprar las mismas acciones que componen el IBEX y equilibrarlo continuamente en función de su peso en el índice para replicar su evolución. Como no toma ninguna decisión de inversión, ya que solo copia lo que hace el índice, las comisiones son hasta diez veces más baratas que un fondo de inversión.

Tal y como se ha señalado anteriormente, existen ETFs de todo tipo. Desde ETFs que invierten en los populares índices de renta variable (IBEX, Nasdaq), los que replican cestas de bonos (por ejemplo, bonos *high yield*), materias primas (por ejemplo, el oro) e incluso ETFs temáticos que solo invierten en empresas de un único sector, como el metaverso o el *blockchain*.



LOS ETFS OFRECEN ACCESO A TODO TIPO DE MERCADOS COMO ACCIONES, BONOS, MATERIAS PRIMAS Y DIVISAS, PUDIENDO ELEGIR LA DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA, LA TEMÁTICA O EL HORIZONTE TEMPORAL.

¿QUÉ ES UN ETF Y CÓMO FUNCIONA?

Un ETF es un fondo cotizado cuya característica principal es que replica el comportamiento de un índice. Tiene muchas similitudes con un fondo de inversión, ya que está compuesto por un conjunto de activos financieros, pero con la diferencia de que cotiza en la bolsa como una acción.

Todo ETF está referenciado a un índice, este puede ser el conjunto de acciones más representativas de un país, bonos norteamericanos de larga duración, empresas del sector de la energía europeas o compañías relacionadas con una temática concreta como la agricultura. Por lo tanto, siempre conoceremos de antemano en qué invierte cada ETF.

SUS PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

□ **Indexación.** El rendimiento de un ETF no está sujeto a las decisiones de inversión de un gestor, sino que evoluciona igual que un índice predeterminado. No busca batir al mercado, sino replicarlo. Aunque el inversor

apenas notará la diferencia, la réplica a su índice de referencia puede hacerse de manera física, ya sea con acciones al contado, bonos y materias primas físicas, o por el contrario una réplica sintética a través de derivados.

□ Los ETFs ofrecen acceso a todo tipo de mercados como acciones, bonos, materias primas y divisas, pudiendo elegir la distribución geográfica, la temática o el horizonte temporal. Asimismo, también existe la posibilidad de realizar las inversiones en diferentes divisas, como el euro, dólar o la libra esterlina.

□ **Renovación constante.** Cuando se produce un cambio en la composición de un índice, hay una nueva emisión de bonos o irrumpe con fuerza una compañía en un sector determinado, se incorpora directamente al ETF. La naturaleza selectiva de un índice hace que, por ejemplo en los ETFs de renta variable se expulsan a las acciones que peor lo hacen mientras que se incorporan al índice (y por tanto al ETF) otras que lo hacen mejor.

□ **Flexibilidad.** Se pueden comprar y vender de manera

Principales estrategias de inversión (2)

¿Por qué buscar la aguja en el pajar y no comprar el pajar entero?



→ Los índices

bursátiles como el IBEX 35 o el S&P 500 están formados por las empresas más representativas de cada país, pero estas compañías se dedican a negocios muy diferentes. Para organizar las diferentes acciones en función de su actividad principal, el mercado los clasifica en sectores como el de la energía, las materias primas, la industria, la salud, el financiero, el consumo discrecional, el tecnológico, la comunicación o el inmobiliario. Hay ocasiones en las que queremos invertir en un sector y nos encontramos con la dificultad de tener que predecir qué empresa en concreto será la que mejor se comporte.

→ **John Bogle**, fundador de Vanguard y para muchos considerado el padre de la gestión pasiva, defendía que invertir en un conjunto de empresas más amplio genera unos rendimientos superiores a largo plazo que tratar de elegir solo las acciones ganadoras. La inversión en sectores nos puede ayudar a tener una mayor diversificación con la que reducir el riesgo de nuestra cartera. En los diferentes ciclos económicos, tradicionalmente hay unos sectores que se comportan mejor que otros. Con los ETFs

sectoriales podemos invertir en los que consideramos que van a tener una mejor evolución.

→ De esta forma, cuando suben los tipos de interés, los bancos obtienen unos mayores beneficios, cuando la economía crece con fuerza, los inversores apuestan por el sector tecnológico, mientras que cuando los productores de petróleo recortan la producción se disparan las acciones relacionadas con la energía.

→ Cuando ocurren este tipo de circunstancias, y un inversor quiere invertir en un sector específico como el del automóvil, una de las opciones que tiene es la de comprar en las compañías más grandes como Tesla o BMW, pero puede que, por factores particulares, no se comporten como el resto del sector. Por ello, para muchos inversores puede ser una gran alternativa invertir a través de un ETF sectorial que invierta en las compañías más representativas del sector, tanto los fabricantes como las empresas que producen los componentes.

→ Durante los últimos años también está creciendo mucho la inversión en megatendencias, que son una serie de fuerzas transformadoras que

implican un cambio social, tecnológico o demográfico a largo plazo. Entre las más destacadas se encuentran la inversión en biotecnología, ciberseguridad, envejecimiento de la población, inteligencia artificial, blockchain, baterías eléctricas o las más novedosas como el Metaverso o ChatGPT. La inversión en este tipo de fondos temáticos se suele realizar a largo plazo, ya que aunque muchas de estas nuevas tendencias parecen muy evidentes, son procesos que necesitan tiempo para consolidarse.

→ Siguiendo el ejemplo anterior, cuando queremos invertir en una de estas nuevas fuerzas transformadoras como el Metaverso, buscamos la "nueva Google" o la compañía que más crecerá durante la próxima década. Pero, en el fondo, somos conscientes de la dificultad que conlleva acertar en esa elección, por ese motivo es más sencillo asegurarse el invertir en las empresas que dominarán ese mercado a través de un ETF. Este fondo agrupa las principales compañías de una temática concreta realizando una gestión "activa", de tal forma, que si hay una empresa que empieza a despuntar, se incorpora al fondo. •

instantánea y ahora también de forma fraccionada.

□ Diversificación. Con el ETF estamos comprando directamente toda la cesta del índice. Por tanto, comprar un ETF nos aporta una menor volatilidad que si compramos una única acción o bono.

□ Bajo coste. La comisión de gestión, llamada TER, es muy baja, lo que nos proporcionará unos mayores rendimientos. En algunos ETFs, la comisión es hasta diez veces menor que la comisión media de un fondo de inversión medio. Aparte del TER, el inversor debe asumir la comisión de compraventa que su intermediario le cobra. En el caso de XTB, esa comisión es del 0% mientras no se superen los 100.000 euros de negociación mensuales.

□ Adaptación a cada perfil. La gran variedad de ETFs permite elaborar una estrategia dependiendo de los objetivos que persiga cada inversor. Algunos de ellos permiten un apalancamiento de dos veces o superior para multiplicar la rentabilidad. También son muy comunes los ETFs inversos, en los que el inversor se ve beneficiado por la caída del índice correspondiente.

□ Las empresas y bonos que forman parte de cada índice, y por ende, del correspondiente ETF, pueden repartir periódicamente dividendos y cupones. El inversor de ETFs también se beneficia de ello. Dependiendo de la política de cada ETF, el reparto de los dividendos o el cobro de los cupones se puede distribuir periódicamente (ETFs de distribución) o acumular y reinvertirlos en el fondo (ETFs de acumulación). ●

Apuesta por la gestión activa

Las gestoras de fondos nos han propuesto para este número fondos de gestión activa que, salvo uno de ellos, son de renta variable. Son fondos globales en buena parte y que apuestan por empresas de todo el mundo. Se trata de multinacionales, sensibles a la sostenibilidad, multitemáticas. El fondo de renta fija invierte en bonos corporativos y financieros para mantenerlos a vencimiento. La información de los fondos ha sido requerida y elaborada por esta revista sin que tenga carácter oficial y comprometa tanto a los gestores como a las propias entidades ni a aquellas que pudieran comercializarlos.

ALKEN ASSET MANAGEMENT LTD.

Alken Fund Small Cap Europe (2007)

ESTRATEGIA. El fondo invierte en acciones de compañías europeas de pequeña y mediana capitalización, con una filosofía de gestión activa y *bottom-up*, fundamental, centrado en la selección de valores que cotizan a una valoración atractiva, pero con un estilo flexible. Se trata de una gestión de alta convicción y baja rotación de valores en cartera.

TEMÁTICA. Se trata de una de las pocas estrategias que invierten en pequeñas compañías en Europa con un sesgo *value*. El enfoque fundamental permite una selección cuidadosa de valores de compañías en las que tras un

análisis exhaustivo identificamos factores y variables con antelación al mercado. Todo ello utilizando la concentración en las ideas principales como herramienta para la generación de alfa. En la actualidad, encuentra valor en empresas ligadas a viajes y ocio, algunos semiconductores, empresas ligadas al sector energía y algunos materiales, determinadas compañías del sector defensa e incluso en consumo básico.

EVOLUCIÓN. La evolución ha sido espectacular. A cierre de abril a dos años ha generado +24,34%, batiendo a su índice de referencia por un +33,69%.

CONTACTO. Jaime Mesia.
Jaime.mesia@alken-fund.com.
Director de ventas y especialista de producto. C/ Francisco Lozano 15, 6B, Madrid. Tfno. 629 133 083.

CAPITAL GROUP

Capital Group New Perspective Fund (LUX) (2015)

ESTRATEGIA. El objetivo de inversión de este fondo de renta variable global es lograr una revalorización a largo plazo del capital mediante la inversión en acciones ordinarias de empresas ubicadas en cualquier lugar del mundo, incluyendo mercados emergentes. Para ello, busca aprovechar oportunidades de inversión generadas por los cambios en los patrones del comercio internacional y las relaciones económicas y políticas.

TEMÁTICA. Multinacionales tanto consolidadas como de reciente creación con potencial para convertirse en

compañías líderes mundiales. Compañías sólidas y adaptables, que se benefician de los cambios.

EVOLUCIÓN.

Como prueba de su consistencia, a 31 de marzo de 2023 el fondo se sitúa en el primer cuartil a 1, 3 y 5 años de su categoría en Morningstar: (5%-95%): Europa/Asia/África Open-Ended Global Large Cap Equity (clase de *active* más antigua), que se compone de Global Large Blend, Global Large Growth and Global Large Value funds (clase Z en USD). El fondo cuenta con 4 estrellas Morningstar y Gold rating para la clase Z en USD.

CONTACTO.

Capital Group en España.
Web: capitalgroup.com/es.
Email: CapitalgroupSpain@capgroup.com

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Allianz Thematica (2016)

ESTRATEGIA. Fondo de renta variable global de inversión directa con enfoque multi-temático cuyo objetivo es crear una cartera diversificada y de alta convicción para cada temática en cartera.

TEMÁTICA. Gestión activa (identifica en cada momento entre 5 y 7 temáticas de inversión), diversificada y sin restricciones.

EVOLUCIÓN. El fondo (clase IT EUR - LU2009011938) obtuvo una rentabilidad neta en el 2021 del 20,60% frente al índice de referencia del 27,54%
El fondo (clase IT EUR -

LU2009011938) obtuvo una rentabilidad neta en el 2022 del -15,68% frente al índice de referencia del -13,01%. La volatilidad a 1 año fue del 18,87% (a fecha 30/04/2023). La volatilidad a 3 años fue del 15,35% (a fecha 30/04/2023).

CONTACTO. María Castellanos.
C/ Serrano nº49. 28006 Madrid.
Tfno. 34 910 477 400.

COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Threadneedle (Lux) Global Focus

ESTRATEGIA. Se trata de un fondo que engloba las "mejores ideas" en renta variable mundial y que invierte en compañías de crecimiento de calidad con ventajas competitivas duraderas y capacidad para generar rentabilidades sólidas y sostenibles.

TEMÁTICA. Tiene un enfoque de calidad diferenciado, acceso a las mejores ideas a nivel global y una estrategia impulsada por un análisis de elevada calidad. Su objetivo es cosechar una rentabilidad sólida a largo plazo.

EVOLUCIÓN.

Este producto está clasificado en la clase 5 de riesgo en una escala de 7, que es una clase de riesgo medio alta. El pasado año obtuvo un resultado de -21,7%, similar a la de su grupo de comparación (-21,2). En los últimos 10 años su rentabilidad ha sido del 12,2% frente a su índice de un 10,1%.

CONTACTO.

Rubén García Páez, director Iberia & Latam. C/ Rosas de Aravaca, 31. 28023 Madrid.
Tfno: 91 187 31 00.



JANUS HENDERSON

Global Life Sciences Fund

ESTRATEGIA. El fondo tiene como objetivo proporcionar un crecimiento de capital a largo plazo, para superar el rendimiento del MSCI World Health Care Index por lo menos en un 2% anual antes de la deducción de los gastos, en cualquier período de cinco años. Trata de identificar empresas sanitarias innovadoras que aborden necesidades médicas no cubiertas.

TEMÁTICA. Concentra una poderosa combinación de factores -aceleración de la innovación, globalización y envejecimiento de la población- que están impulsando el crecimiento sostenible de la asistencia sanitaria a largo plazo. Además, las espectaculares mejoras en la productividad científica están

haciendo avanzar rápidamente la comprensión genética y nuestra capacidad para tratar las principales enfermedades, como el cáncer, las enfermedades cardiovasculares y las casi 7.000 enfermedades genéticas que aún no tienen tratamiento en la actualidad. Se trata de identificar empresas que cotizan con un descuento significativo con respecto a su valor intrínseco.

EVOLUCIÓN. El fondo ha superado al índice MSCI World Health Care en los periodos de 3, 5 y 10 años y desde su creación, así como en 12 de los 16 años naturales anteriores desde la creación del PM en 2007.

CONTACTO. Janus Henderson Investors Iberia. Paseo de la Castellana 95, planta 10. 28046, Madrid. janushendersoniberiateam@janushenderson.com

TIKEHAU CAPITAL

Tikehau 2025 Clase RA (2022)

ESTRATEGIA. Es un fondo a vencimiento dic. de 2025 con un enfoque *buy&hold*. Invierte en bonos corporativos y financieros, con la idea de invertir y mantener a vencimiento. El fondo estará abierto hasta el 30 de junio 2023.

TEMÁTICA. Invierte en bonos corporativos y financieros Investment Grade (50% por prospecto), bonos HY bullet y Subordinadas Financieras.

EVOLUCIÓN. A 19/05 contaba con una YTM del 5.58% y una rentabilidad YTD

del 0,89% (Clase R).

CONTACTO. Christian Rouquerol (crouquerol@tikehaucapital.com), Álvaro Jiménez (ajimenez@tikehaucapital.com).

JUPITER AM

Jupiter Merian Global Equity Absolute Return Fund

ESTRATEGIA. Se trata de un fondo de renta variable global neutral al mercado lanzado en 2009. Su objetivo es obtener rentabilidades del entorno de cash +5% con una descorrelación baja o nula con los mercados de renta variable.

TEMÁTICA. Mediante la elaboración de una cartera larga compuesta por acciones 'atractivas' y otra corta con acciones 'no atractivas', se busca generar el *alfa*, que será la diferencia de *performance* entre el libro largo y corto; procurando limitar la volatilidad al 6%.

EVOLUCIÓN. En 2022, obtuvo una rentabilidad del 8,3% y del 17,9% en 2021.

CONTACTO. iberia@jupiteram.com
Paseo de la Castellana, 18 - 7ª planta. 28046 Madrid.

XTB

iShares MSCI India UCITS USD (2018)

ESTRATEGIA. Obtener exposición a una de las economías con mayores tasas de crecimiento durante la última década. Además, India es uno de los mercados más diversificados de Asia con capacidad para obtener ingresos tanto fuera como dentro del país.

TEMÁTICA. Se trata de un fondo de renta variable que cubre aproximadamente el 85% de las compañías cotizadas del mercado indio.

EVOLUCIÓN. Tiene una rentabilidad anualizada del 6,41%, y desde su lanzamiento

acumula una revalorización superior al 35%.

CONTACTO. XTB Sucursal en España. Calle Pedro Teixeira, 8, 6º planta, 28020, Madrid. Tfno. +34 915 706 705. www.xtb.es Email: sales@xtb.es

link.es.xtb.com/IndiaUCITSUSD

SCHRODER IM

Schroder ISF Global Sustainable Growth

ESTRATEGIA. Invierte en acciones de empresas de todo el mundo que demuestran características positivas de sostenibilidad, definidas como la gestión del negocio a largo plazo y el reconocimiento del compromiso con sus grupos de interés. Para

ello, se recopilan las mejores ideas de los analistas de renta variable de Schroders de todo el mundo, a las que se aplica un disciplinado análisis bottom-up propio. Además, incorpora una evaluación temática para ofrecer mayor visibilidad y convicción en torno a las tendencias de crecimiento estructural a largo plazo de las compañías. Charles Somers y Scott MacLennan son responsables de la gestión.

TEMÁTICA. Fondo de renta variable (Art 8 SFDR).

EVOLUCIÓN. Acumula una rentabilidad del 9,5% en lo que va de año (30.04.23) y del 52% a 3 años (Datos clase C Acc en USD).

CONTACTO. Inés del Molino. Ines.delmolino@schroders.com. Tfno. +34 91 590 95 42.

¿Inversión pasiva? No, gracias

La **inversión pasiva** es una idea concebida por un pequeño grupo de profesores de finanzas hace ya más de 50 años. Es una idea simple, pero revolucionaria, que garantiza a cualquier inversor unos resultados muy superiores a los que podría conseguir por término medio a través de los inversores institucionales. Una gran innovación financiera distinguida con varios premios Nobel a sus proponentes.

A pesar de sus virtudes, la inversión pasiva tuvo unos comienzos difíciles. Resultaba muy aburrida frente a la inversión activa y su nombre tampoco ayudaba: ¿cómo ser pasivo podía ser mejor que ser activo?

El rechazo frontal de los inversores institucionales, que la vieron como una amenaza, consiguió marginarla durante mucho tiempo. Aún hoy, la mayoría de estos inversores suscribe sin reservas el título de este artículo. Pero la inversión pasiva ha superado todo tipo de obstáculos gracias a sus excelentes resultados y hoy es una realidad consolidada.

Al término de una conferencia que di en cierta ocasión sobre estos temas, uno de los asistentes se manifestó de este modo: "Estoy de acuerdo con usted sobre las ventajas de la inversión pasiva. Pero no está hecha para mí; no me veo como inversor pasivo. Yo soy especulador y lo voy a seguir siendo aunque pueda sorprender lo que le digo".

Su intervención confirma que un especulador no cambia de comportamiento por mucha evidencia en contra que se le presente. De hecho, estimo que solo un 5% de los asistentes a mi conferencia optó por cambiarse a inversor pasivo, cifra que no me parece baja.

La resistencia al cambio de los especuladores es parecida a la de los fumadores, pero mientras estos pueden perjudicar a las personas de su entorno, los especuladores son necesarios para que un mercado sea líquido. En los mercados donde he trabajado como profesional hasta un 90% de las transacciones



JUAN PALACIOS*

eran solo entre ellos. Pero los especuladores son unos incomprensidos y suelen estar mal vistos a pesar del gran servicio que aportan a los mercados.

De forma similar, los inversores activos son necesarios para que los precios del mercado sean realistas y razonables. La inversión pasiva no podría funcionar sin la existencia de estos dos grupos bien reacios a ella: inversores activos y especuladores.

Afortunadamente, la continuidad de ambos está asegurada. Los especuladores siempre serán mayoría porque la tendencia innata del hombre es especular, no invertir. Con la mayoría de mujeres sucede justo lo contrario, y estas dos conductas están científicamente demostradas. Los inversores activos tampoco escasearán: suelen ser personas de convicciones muy firmes que mantienen incluso después de reveses serios en sus carteras.

Warren Buffet, ejemplo para inversores, recomienda la inversión pasiva a la mayoría. Los que sigan su consejo, por muy inexpertos que sean, conseguirán los mejores resultados que puede ofrecer el mercado. Y bienvenidos todos los que discrepen pues ellos son los que lo hacen posible. ●

(*) EXPRESIDENTE DEL INSTITUTO DE ANALISTAS FINANCIEROS. DOCTOR EN FILOSOFÍA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESA DE LA UNIVERSIDAD DE STANFORD.

Comunicación de promoción comercial. Consulte el folleto del OICVM y el documento de datos fundamentales para el inversor antes de tomar cualquier decisión de inversión.

Threadneedle (Lux) Global Focus

Énfasis en la ventaja competitiva de un crecimiento constante

Una cartera de renta variable mundial que invierte en compañías de calidad con ventajas competitivas duraderas y capacidad para generar rentabilidades sólidas y sostenibles.

- **El fondo invierte en compañías de elevada calidad de todo el planeta que pone el foco en la selección de valores**
- **La libertad para invertir sin restricciones nos permite acceder a los mercados desarrollados y emergentes**
- **El análisis de alta calidad impulsa una cartera de grandes convicciones que se compone de nuestras mejores ideas**

Riesgos a tener en cuenta

El fondo está sujeto a una serie de riesgos derivados de los valores en los que invierte y de las técnicas que emplea para alcanzar su objetivo. Se recomienda a los inversores leer la descripción completa de los riesgos que figura en el Folleto.

Riesgos de inversión

El fondo está sujeto a riesgos relacionados con la inversión en renta variable, la concentración de la cartera y las divisas.

Perfil tipo de inversor

Este fondo es adecuado para inversores que pueden tolerar altos niveles de riesgo y volatilidad y disponen de un horizonte de inversión a largo plazo.

columbiathreadneedle.es



Información importante: Threadneedle (Lux) es una sociedad de inversión de capital variable ("SICAV") domiciliada en Luxemburgo, gestionada por Threadneedle Management Luxembourg SA. Este material no debe considerarse como una oferta, solicitud, consejo o recomendación de inversión. Esta comunicación es válida en la fecha de publicación y puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. La información de fuentes externas se considera confiable, pero no hay garantía en cuanto a su exactitud o integridad. El Folleto informativo actual de la SICAV, el Documento de Datos Fundamentales y el resumen de los derechos del inversor están disponibles en inglés y / o en castellano (cuando corresponda) en la Sociedad Gestora Threadneedle Management Luxembourg SA, International Financial Data Services (Luxemburgo), SA, su asesor financiero y / o en nuestro sitio web www.columbiathreadneedle.es. Threadneedle Management Luxembourg S.A. puede decidir rescindir los acuerdos realizados para la comercialización de la SICAV. Emitido por Threadneedle Management Luxembourg S.A. registrado en el Registre de Commerce et des Sociétés (Luxemburgo), No. de registro B 110242, 44 rue de la Vallée, L-2661 Luxemburgo, Gran Ducado de Luxemburgo. **Columbia Threadneedle Investments** WF324285 (02.23)_ES | 5474755

CEOE

El principal baluarte de la empresa española

Es el principal organismo de representación de los intereses de los empresarios y uno de los agentes sociales y económicos clave en España. Contemporánea a la llegada de la democracia a nuestro país, la CEOE ha sido y es gran protagonista de los cambios que han llevado a la economía española a ser uno de los motores de referencia en la Europa actual. Por **BEATRIZ PÉREZ GALDÓN**.



El 15 de junio de 1977 se celebraron las primeras elecciones generales en España en cuatro décadas. Un momento de enorme trascendencia histórica que, apenas dos semanas después, se vio complementado con la fundación de la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE).

Dentro de la CEOE se agrupa, con carácter voluntario, una amplia mayoría de las empresas y de los empresarios de cualquier actividad o sector de la economía española. Hoy, bajo la CEOE se integran alrededor de 240 organizaciones empresariales y en torno a 4.500 asociaciones de base, con la premisa de representar y defender los intereses de todos los empresarios.

Grandes y pequeños

Dentro del paraguas de la CEOE se integran cerca de dos millones de empresas, no solo las líderes en sus respectivos sectores de actividad sino, también, el resto de aquellas que hayan decidido afiliarse. Esto se logra a través de las diferentes organizaciones territoriales y sectoriales que conforman la CEOE a nivel autonómico y provincial.

Para representar los intereses de todo el sector productivo, las pequeñas y medianas empresas (pymes) están representadas a través de la Confederación de la Pequeña y Mediana Empresa (Cepyme), en tanto que los profesionales autónomos se alinean en torno a la Asociación de Trabajadores Autónomos (ATA).

Retos ambiciosos

Más allá de representar los intereses de las empresas, la CEOE lleva a cabo un intenso conjunto de actividades destinadas a alcanzar los objetivos nucleares que definen a la organización. Por ejemplo, es uno de los principales representantes de la economía española, manteniendo un diálogo permanente con los diferentes agentes sociales, económicos y políticos.

En esta línea, se elaboran con carácter periódico informes y propuestas de mejora de la competitividad de la economía, que luego resultan clave para la deliberación sobre determinadas leyes.

La CEOE es, además, uno de los máximos defensores de la libre competencia y de la economía de mercado, potenciando la internacionalización de las empresas españolas y la transparencia en su gestión. En virtud de esta importante responsabilidad, actúa como representante de España en un amplio conjunto de organismos internacionales, como el Consejo Empresarial Iberoamericano (CEIB), la Organización Internacional del Trabajo (OIT) o la Organización Internacional de Empleadores IOE.

Durante la Asamblea Electoral de 2018, **Antonio Garamendi** fue designado como nuevo presidente de la CEOE, en sustitución de **Juan Rosell**. Una de sus primeras propuestas fue solicitar el nombramiento de **José Alberto González-Ruiz** como secretario general.

Garamendi, hijo y nieto de empresarios, había sido con anterioridad a este nombramiento presidente de Cepyme y vicepresidente de BusinessEurope, la organización que representa a los empresarios europeos. ●



Historia de la Democracia

● **COMO DOS ETERNOS** conocidos cuyas vidas caminan en paralelo, la historia de la CEOE no se puede entender sin la de la democracia en España.

En 1978, la recién nacida Constitución reconocía a la CEOE como interlocutor social ante Gobierno y sindicatos.

El organismo había desempeñado previamente un papel clave para que se incluyera en el artículo 7 de la Carta Magna la libertad de mercado.

Apenas un año después, CEOE y UGT ratificaban el Acuerdo Básico Interconfederal, paso previo al Estatuto de los Trabajadores. ✨

¿Cómo es la empresa española tras una crisis financiera, sanitaria y energética?

Las empresas españolas estamos comprometidas con España, los españoles y con el empleo, y así lo hemos demostrado en los últimos años, en los que, efectivamente, hemos atravesado muchas vicisitudes en las que el mundo empresarial ha estado a la altura de las circunstancias.

De hecho, en la actualidad todavía existen muchas incertidumbres a las que tenemos que enfrentarnos. Desde la CEOE en representación de las empresas españolas, siempre actuamos con independencia, sentido de Estado y lealtad institucional.

¿Cómo definiría el marco regulatorio en el que se mueven?

La CEOE ha publicado su informe 'Producción normativa en 2022' para analizar la evolución del complejo marco legislativo. El análisis concluye que el conjunto de las páginas publicadas por los Boletines Oficiales de ámbito estatal y autonómico alcanzó la cifra de 1.329.865 en 2022. Es el sumatorio más alto de los últimos 11 años, siendo un 22% superior al año anterior.

Esto significa, por poner un ejemplo, que para que una persona pudiera estar completamente actualizada sobre las novedades legislativas publicadas en el BOE en el año 2022, tendría que leer cerca de 698 páginas al día. Y esto no ayuda a las empresas.

Seguridad jurídica, estabilidad regulatoria y calidad de la norma es lo que necesita el mundo empresarial. →→→



Antonio Garamendi

PRESIDENTE DE LA CEOE

“
El mundo empresarial ha estado a la altura de las circunstancias
”

→→→ **¿Desde el punto social qué labores llevan a cabo?**

En el ámbito de la responsabilidad social empresarial, la CEOE ha relanzado el papel de su fundación, afianzando su misión en favor de la participación de las empresas españolas en la sociedad civil a través de diversas acciones centradas en cinco pilares: empresa y competitividad, la empresa como actor constitucional, la persona en el centro de la empresa, la acción social de las empresas y el buen gobierno corporativo.

La Fundación CEOE ha promovido importantes proyectos, como el 'Plan Sumamos Salud+Economía' con motivo de la pandemia, para apoyar a las Administraciones Públicas en la mitigación de los efectos del COVID-19, o el plan 'Empresas por Ucrania', para favorecer la integración social y laboral de personas desplazadas por el conflicto de Ucrania.

¿Qué importancia se da en la CEOE a la formación?

La formación tiene un papel fundamental en el progreso de la actividad empresarial. Para impulsar su desarrollo, nuestra Confederación cuenta con CEOE Campus, que tiene por objetivo ofrecer recursos y soluciones formativas que promuevan aspectos cruciales para la empresa actual como la transformación digital, el liderazgo y la diversidad, los ecosistemas empresariales, la salud laboral, la sostenibilidad o la internacionalización.

Una de las acciones esenciales de esta área de la CEOE es la promoción del liderazgo de las mujeres en la empresa. Los proyectos Promociona, Progresas y Proactiva tratan de impulsar, respectivamente, el acceso de las mujeres a la alta dirección de las empresas y a otros puestos directivos, y el desarrollo profesional de mujeres jóvenes con alto potencial de gestión.

Por último, la CEOE tiene en el Instituto de Estudios Económicos (IEE), una entidad colaboradora que desarrolla una destacada labor técnica para promover, realizar y difundir trabajos e investigaciones sobre materias económicas y sociales, en especial las que afectan a España, con el objeto de impulsar a la empresa privada y al mercado como mecanismo eficiente de creación y asignación de recursos. ●

“Para estar actualizada sobre las novedades publicadas en el BOE en 2022, una persona tendría que leer cerca de 698 páginas al día. Esto no ayuda a las empresas”.



Gregorio Izquierdo

DIRECTOR DEL DPTO. DE ECONOMÍA

“
**Los impuestos altos
retraen la inversión,
ralentizan
el crecimiento
económico
y la creación
de empleo**
”

Marta Blanco

PRESIDENTA DE CEOE INTERNACIONAL

“
**La CEOE se ha
convertido en un
interlocutor clave
en materia de
comercio e
inversión
internacional**
”



Carmen Alsina

DIRECTORA DE COMUNICACIÓN, RELACIONES INSTITUCIONALES Y SOSTENIBILIDAD

“
**La sostenibilidad
es un pilar
fundamental en
las empresas
y también
un reto**
”

● **Cómo definiría el marco fiscal en el que se mueven las empresas españolas?**

Las empresas españolas pagan más impuestos que las europeas. Los impuestos empresariales en España están haciendo a nuestras empresas menos competitivas no solo con respecto a las asiáticas, sino también a las de la UE. Siempre se dice que en España tenemos una presión fiscal baja, pero si la ajustamos según renta, nuestro esfuerzo fiscal es superior al de nuestro entorno.

Un problema añadido es el diseño del sistema fiscal, que es claramente superior en España. Y si hablamos del Impuesto sobre el Patrimonio, no existe en ningún país de la UE debido a que los muchos países que lo tenían en vigor en el pasado han comprobado que sus efectos negativos sobre la economía superan la recaudación.

A esto hay que añadir los últimos “impuestos a la carta”, a la banca, al sector energético y a las grandes fortunas. Impuestos los tres que están siendo cuestionados y que han sido objeto de recursos, por lo que no es descartable que puedan incluso ser anulados por los tribunales.

● **¿Qué efectos provocan los impuestos?**

Los impuestos altos retraen la inversión, ralentizan el crecimiento económico y la creación de empleo. En nuestro entorno, otros países como el Reino Unido y Alemania están planteando fuertes recortes de la presión fiscal, incentivando el crecimiento y anticipando así su próxima recuperación. Aquí, sin embargo, persistimos en el error de subir impuestos a las empresas y a los ahorradores. El efecto de todo ello no va a ser sino una pérdida de competitividad y un empobrecimiento del conjunto de país. ●

● **Cómo desarrolla la CEOE la actividad internacional?**

Antonio Garamendi apostó por reforzar el Departamento Internacional con la creación de una presidencia de CEOE Internacional. Este hecho responde a la importancia del sector exterior en nuestra economía, y al creciente número de empresas que desarrollan una estrategia de internacionalización. Los ejes fundamentales de actividad se basan en la organización de encuentros empresariales, en colaboración con el Gobierno de España.

● **¿Qué logros destacaría?**

La CEOE se ha convertido en un interlocutor clave en materia de comercio e inversión internacional. En los últimos cuatro años, se ha incrementado notablemente la visibilidad de la CEOE en los encuentros empresariales celebrados tanto en España como en el exterior. Los encuentros empresariales de

las Cumbres Iberoamericanas han ido adquiriendo un papel cada vez más relevante. Igualmente, se han creado comités bilaterales empresariales con países como Colombia, Marruecos, Chile o Qatar. Las relaciones institucionales con las principales organizaciones empresariales europeas se han potenciado, así como la participación en organizaciones empresariales multilaterales.

● **¿Cuáles son los objetivos o acciones más inmediatas?**

La Presidencia del Consejo de la UE nos va a permitir tener una visibilidad mayor en Bruselas en un momento en el que se debe apostar por la competitividad de las empresas. Me gustaría destacar también la nueva estrategia de la UE para América Latina y Caribe, la estrategia de seguridad económica y un nuevo paquete de sanciones contra Rusia. Tenemos una intensa agenda de trabajo, que incluye la celebración de una reunión mensual de la Comisión de Relaciones Internacionales. ●

● **En qué situación se encuentran las empresas en sostenibilidad?**

Las empresas españolas han comprendido que el camino a seguir es la transformación hacia una economía sostenible. Nuestras compañías son líderes en la implementación de la sostenibilidad en su actividad económica. En el último trimestre del año pasado conocimos un nuevo ‘Índice de riesgo y rendimiento de la sostenibilidad empresarial’, publicado por EcoVadis, en el que se afirmaba que las empresas españolas mejoran en sostenibilidad.

● **¿Qué acciones están acometiendo para frenar el impacto del cambio climático?**

La gran mayoría de las grandes compañías se ha fijado compromisos de reducción de emisiones de CO². Se están desarrollando medidas enfocadas en la reducción y eficiencia energética y en la economía circular.

Teniendo el objetivo claro de reducción de emisiones, es

preciso que haya otra serie de cambios, y todo ello está siendo posible gracias a los nuevos procesos, a la innovación, a las nuevas tecnologías y a la transformación de la economía lineal a una economía circular.

● **¿Se están realizando las inversiones necesarias?**

Contamos con los fondos *Next Generation*, que en España se están destinando a abordar desafíos claves como la descarbonización y la digitalización.

La ONU estima en 12 billones de dólares las oportunidades de negocio que la sostenibilidad nos brinda. Con un impulso de las inversiones se logrará que la transformación de la industria se lleve a cabo de una forma ordenada, mitigando los efectos del cambio climático.

La sostenibilidad se ha convertido en un pilar fundamental en las empresas. Pero supone un reto y debemos fortalecer nuestros mercados para que la economía española sea competitiva. ●



César Maurín

DIRECTOR DE DIGITALIZACIÓN, INNOVACIÓN,
COMERCIO E INFRAESTRUCTURAS

“
La empresa española necesita mejorar en Big Data y en la Nube, claves para la competitividad
”

En qué situación se encuentran las empresas españolas en digitalización?

A la hora de evaluar la situación de las empresas españolas en relación con la digitalización, el Índice DESI (Índice de la Economía y la Sociedad Digital) es la referencia que nos permite determinar nuestra posición relativa en este ámbito en el contexto europeo. Atendiendo a los datos de 2022, España se encuentra en una posición aceptable, por encima de la media europea.

En lo que respecta a las empresas, el indicador que debemos tomar como referencia dentro del DESI es el relativo a la Integración de la Tecnología Digital, en el que España ocupa el puesto número 11, mejorando cinco posiciones respecto a 2021.

Las empresas españolas necesitan mejorar en aspectos como el Big Data y la Nube, mientras que el desempeño en Inteligencia Artificial está en línea con el promedio de la UE.

José Luis Ayllón

DIRECTOR DE ASUNTOS PÚBLICOS
Y RELACIONES CON LAS CORTES

“
Las empresas, sometidas a permanentes cambios normativos, necesitan el apoyo de la CEOE
”



Cuál es el motivo de la creación de Departamento de Asuntos Públicos y Relaciones con Las Cortes? Concretamente, ¿cuál va a ser su labor?

La creación del departamento en el que trabajo forma parte del objetivo de la presidencia, en relación a que la voz de la CEOE se escuche de forma más clara y productiva en todos los debates parlamentarios que afectan a las empresas y trabajadores autónomos de nuestro país.

Nuestra capacidad de diálogo social y de interlocución con el Gobierno es ciertamente muy grande, pero no podemos olvidar que existen decenas de normas que se modifican periódicamente en el Parlamento durante su tramitación y es bueno que los representantes de los españoles conozcan la posición de las empresas a la hora de trabajar los proyectos de ley que acabarán afectando a la actividad económica. Hacer llegar nuestras



Juan Carlos Tejada

DIRECTOR DE EDUCACIÓN Y FORMACIÓN

“
El alejamiento entre el mundo educativo y el empresarial es clave en el desempleo juvenil de España
”

Existen en España perfiles profesionales cualificados?

España es el país europeo con la mayor tasa de desempleo de la eurozona, situación que contrasta con el hecho de que más de la mitad de las empresas tiene dificultades para encontrar trabajadores, lo que se debe, entre otras razones, a las nuevas pautas de trabajo, a los cambios estructurales que están sufriendo las empresas, a las nuevas tecnologías y a la falta de ajuste entre oferta y demanda de talento.

Existen puestos vacantes en muchas de las empresas, más de 100.000 según Eurostat, lo que afecta a la competitividad de nuestras empresas, especialmente si se trata de pymes. Solo en el sector de la economía y la industria digital, en 2022 se preveían un total de 120.400 vacantes.

¿Qué ocurre en el caso de los jóvenes?

En relación a los jóvenes menores de 25 años, nuestro país

La integración de este tipo de tecnologías es fundamental para mantener la competitividad de las empresas.

¿Se están realizando las inversiones necesarias?

Para la integración de estas herramientas, es importante contar con instrumentos de financiación adecuados a las necesidades reales de las empresas.

Se están dando pasos desde las administraciones para facilitar que estas inversiones tengan lugar, especialmente si tenemos en cuenta el diseño que se ha dado a los fondos europeos, con una reserva del 30% de los mismos para el impulso de la digitalización.

España cuenta con una Agenda Digital específica, que constituye uno de los pilares del Plan de Recuperación. Dentro de esta Agenda, cabe destacar el programa Kit Digital, centrado en el impulso de la digitalización de las pymes, con un presupuesto de 3.067 millones de euros. ●

opiniones a los grupos parlamentarios es la principal labor del Departamento y a eso dedicamos nuestro trabajo diario.

¿Cómo beneficiará a las empresas de un modo tangible a sus intereses?

Permítame subrayar que a lo largo de 2022 se aprobaron un total de 54 leyes y 20 Reales Decretos - Leyes, y todo ello solo a nivel nacional. Además, se editaron nada menos que 254.757 páginas en el Boletín Oficial del Estado (BOE).

Como puede comprobarse, las empresas están cada vez más sometidas a permanentes cambios normativos y regulatorios, por lo que tener un apoyo sustancial por parte de la CEOE en todo el proceso legislativo es fundamental para adelantarse a dichos cambios y, en su caso y si procede, para hacer llegar a los diferentes grupos parlamentarios el posicionamiento que tienen las empresas y los diferentes sectores de actividad afectados por las distintas normas. ●

también ostentó el segundo porcentaje más elevado durante el pasado año (29,8%), duplicando la tasa de paro de la zona euro y del conjunto de la UE (14,5%). Si tenemos en cuenta la elevada tasa de fracaso y el abandono escolar temprano, unido al alto porcentaje de nuestra población activa que apenas posee estudios primarios y no tiene ningún tipo de cualificación profesional reconocida (11 millones de trabajadores aproximadamente), la situación es alarmante.

El origen seguramente no sea único, pero sin duda alguna el importante alejamiento entre el mundo educativo/formativo y el empresarial existente en nuestro país está en el epicentro, provocando una falta de ajuste entre la oferta y la demanda de cualificaciones que se ha ido agravando en los últimos tiempos por la citada evolución y sofisticación de los sistemas productivos y digitales. ●

María Teresa Gómez Condado

DIRECTORA GENERAL DE CEOE CAMPUS

“
Trabajamos para ayudar a las empresas a crecer, ser más competitivas y adaptarse al mercado
”



● Con qué fin se desarrollan los eventos formativos?

CEOE Campus es la Escuela de Negocios de la CEOE. Estamos en el día a día de las empresas, conocemos cuáles son los retos a los que se enfrentan y cuáles son sus necesidades. Por ello, hemos desarrollado programas y proyectos en áreas que hemos visto que demandan las empresas: liderazgo (femenino) y diversidad, digitalización, sostenibilidad, empresa saludable y ecosistemas empresariales.

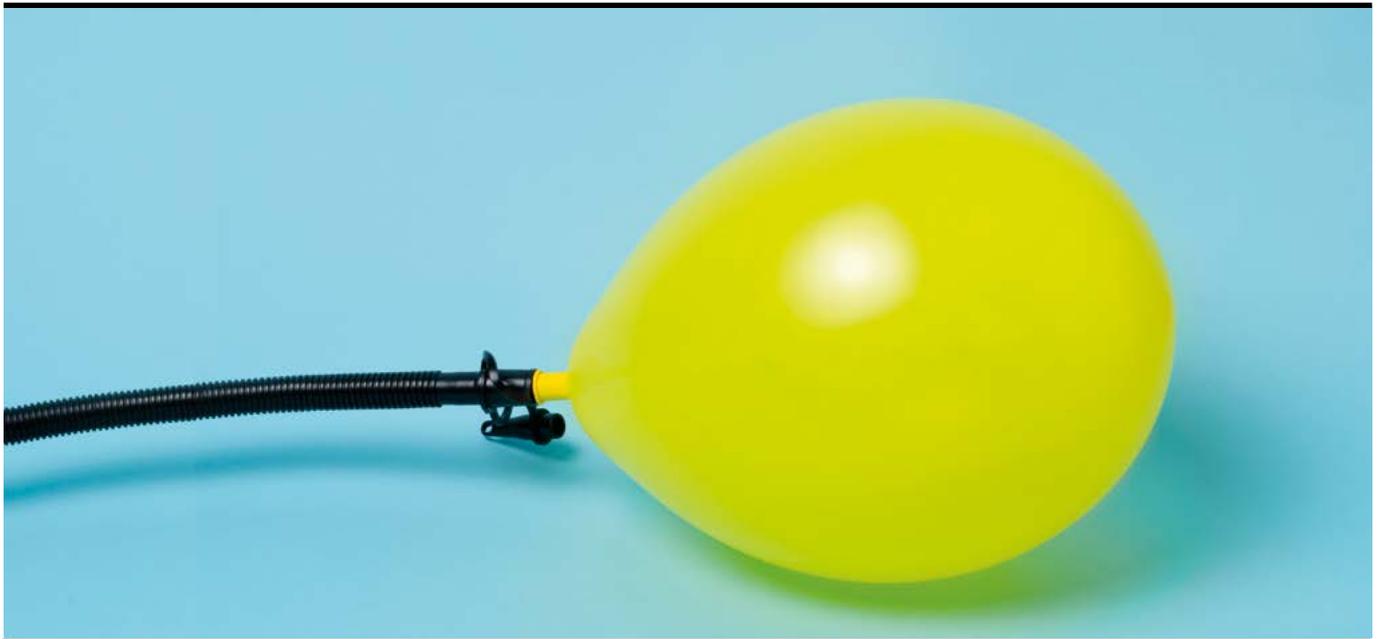
Nuestros programas se dirigen a empresas. Desde CEOE Campus trabajamos para dar soluciones a las empresas, ayudarles a crecer, a ser más competitivas y a adaptarse al mercado a través de la formación.

Cada proyecto se dirige a distintos perfiles profesionales. Por ejemplo, en digitalización contamos con programas dirigidos a ayudar a las empresas en su proceso de transformación digital, dando apoyo transversal a toda la organización.

¿Para qué se ha creado una diplomatura de Transformación Sostenible?

El Diploma de Transformación Sostenible nace para ayudar a las empresas a impulsar la sostenibilidad, llevar las estrategias en sostenibilidad a toda la cadena de valor, acelerando la transformación sostenible, y aportar a los participantes una visión sistémica sobre cómo la sostenibilidad se puede traducir en resultados económicos, ambientales y sociales tangibles.

Desde CEOE Campus, creamos el Diploma de Transformación Sostenible con AENOR, DIRSE, la Red Española del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, la Fundación SERES y un Comité Académico de Expertos. En la III Edición, que iniciaremos el 21 de septiembre, se unen dos entidades: la Organización Internacional del Trabajo (OIT) y SpainNAB (Consejo Asesor para la Inversión de Impacto). ●



TRAS LA CAÍDA DE BANCOS MEDIANOS EN EE. UU. Y EUROPA

El capital riesgo rebaja sus expectativas

El *private equity* vivió buenos momentos durante 2022 con magníficas expectativas para el siguiente ejercicio. Pero la situación geopolítica mundial, la inflación y el aumento de los tipos de interés han puesto este año en alerta al sector, que parece haber adoptado una postura más cautelosa en cuanto a los proyectos y los precios que se pagan por ellos. Por **CRISTINA JIMÉNEZ**.

El entorno económico y geopolítico están poniendo a prueba como nunca al sector del *private equity*. Los responsables de cerrar acuerdos han pasado de años firmes y cifras récord, a la cautela que recomienda una época de incertidumbre. Así lo creen los expertos que apuntan que el capital privado se enfrenta no solo a una competencia cada vez más feroz para lograr los objetivos de sus clientes, sino también a niveles sin precedentes de inestabilidad macroeconómica.

A la guerra de Ucrania y sus implicaciones mundiales hay que sumarle la persistente

inflación y las políticas monetarias más restrictivas, que han retirado liquidez del sistema y han hecho que sea más caro pedir dinero prestado, lo que dificulta a las firmas de capital privado financiar sus acuerdos. Por si fuera poco, el primer semestre de este año ha vivido una oleada de quiebras de bancos medianos en Estados Unidos, de la que no ha escapado Europa. A los problemas de **Silvergate**, **SVB**, **Signature Bank** o **First Republic**, se unió el de **Credit Suisse** a este lado del Atlántico.

La situación ha llevado a las firmas de capital privado a aumentar su competencia por

los activos y a luchar por hacer crecer a las compañías no cotizadas con elevado potencial que forman parte de sus carteras.

Un informe de **PitchBook** confirma que la actividad de capital privado se desaceleró en Estados Unidos en lo que va de año. El informe revela que en el primer semestre de 2023, hubo 2.177 acuerdos con un valor total de 261.400 millones, frente a los 2.205 acuerdos y 272.600 millones del mismo periodo del año anterior.

Agregar valor

La fuerte actividad de recaudación de fondos en 2022 se vio respaldada por un entorno económico favorable y estuvo impulsada por la fuerte demanda de los inversores institucionales, que buscan diversificar sus carteras y ganar exposición a los mercados privados. A ello ayudó también que la economía global creció a un ritmo saludable y las ganancias corporativas fueron sólidas.

Sin embargo, mientras el sector reconoce que no ha habido un frenazo, sí admite que el entorno invita a estudiar con mucho más cuidado las operaciones, lo que está fomentando una tendencia entre los fondos a centrarse en agregar valor a lo que ya se tiene en el portafolio.

Pero, pese a que la incertidumbre económica afecta al capital privado, socavando el valor de las carteras, crea también nuevas oportunidades de inversión en puntos de entrada más bajos. “Las semillas de las mejores cosechas de capital privado a menudo se plantan en tiempos difíciles. La experiencia profunda en el sector será crucial a medida que las empresas busquen acuerdos”, creen desde **S&P Global Market Intelligence**.

Cierre de acuerdos más difícil

Los momentos de incertidumbre siempre son difíciles para cerrar acuerdos. Por eso, desde S&P Global Market Intelligence añaden que “la industria global de capital privado empezó 2023 con su mayor reserva capital para invertir, una señal positiva a medida que navegamos hacia una posible recesión. Pero lograr fondos es cada vez más difícil y la prolongación de los ciclos de inversión podría empeorar el problema al ralentizar las distribuciones a los inversores”. →→→

El análisis de datos es clave

● Una reciente encuesta a altos ejecutivos de empresas de capital privado de Estados Unidos, realizada por **Mergermarket** en nombre de **S&P Global Market Intelligence**, reveló importantes problemas de crecimiento en la sofisticación tecnológica y analítica de muchas firmas. Para ellas, el análisis de datos es clave para identificar más rápidamente las tendencias emergentes en los mercados.

El 50% de los encuestados citó esto como su principal preocupación y más de la mitad de los encuestados (57%) señalan que, actualmente, se aprovecha de alguna forma la inteligencia artificial en sus procesos de inversión.

● En el entorno actual de acuerdos competitivos, la inversión en las herramientas necesarias para detectar nuevas tendencias del mercado puede decidir quiénes son los ganadores.

Además, la calidad variable y la consistencia de la higiene de los datos hacen que las comparaciones similares entre empresas objetivo sean una ciencia imprecisa. Otra dinámica que se está volviendo evidente es el aumento de las fuentes de datos y las herramientas analíticas avanzadas al buscar acuerdos.

“Los datos tienden a volverse obsoletos muy rápidamente, debido a la rápida evolución del mercado y los cambios internos en las empresas”, dijo uno de los encuestados.

● Existe en la industria un creciente interés en el poder de los datos, con el 83% de los encuestados diciendo que el tema de *big data* se ha vuelto más importante en su empresa durante los últimos dos años en el camino hacia la búsqueda de negocios rentables.

“Las firmas de capital privado están aprovechando cada vez más el análisis de datos para probar sus tesis de inversión, obtener información y ejecutar acuerdos”, dice el documento.

● El informe revela que existe un potencial enorme –y, hasta ahora, sin explotar– en áreas como la búsqueda de acuerdos y la creación de valor a largo plazo. En resumen, para la mayoría de los negociadores, esto es solo el comienzo. S&P Global Market Intelligence cree que las empresas que logren cerrar la brecha de datos e identifiquen herramientas avanzadas para extraer información clave se diferenciarán en el mercado del mañana. ✱

→→→ Un fondo de capital privado típico tiene un ciclo de vida de 10 años con un período de recaudación de fondos de 12 a 18 meses, un período de inversión que tiende a abarcar los primeros cinco años, un período de espera que lo lleva hasta el año ocho y un período de cosecha en el que el GP busca salir de la inversión a través de una oferta pública inicial o venta comercial y distribuir los rendimientos.

“Venimos de una época en la que cada acuerdo ha sido muy competido porque había una cantidad de liquidez importante, dice **Andres Burdett**, *managing partner* de **Beyond**, una consultora de estrategia y gestión para *private equity*, especializada en la creación de valor.

El gestor cree que en los últimos meses, debido tanto a la incertidumbre como a los tipos de interés, estamos viendo un replanteamiento del portafolio que tienen dos implicaciones: “Una es que los acuerdos que ya estaban en estudio han tardado más en llevarse a cabo porque, obviamente, ha significado una revisión de toda la parte numérica. Y con tipos cambiando cada mes, pues ha sido difícil”.

➔ **TRAS UN BUEN EJERCICIO en 2022, ahora se trata de dar más valor a las inversiones realizadas y aprovechar las oportunidades de toda crisis.**

“La segunda implicación es -y esto también es lo que más estoy viendo en España- que las firmas se están replanteando estrategias para añadir valor dentro de la cartera. O sea, hay caja para invertir, pero las firmas se han enfocado en estos meses en crear valor dentro de las participadas que ya tienen”, cuenta Burdett. El experto cree que hay todavía apetito por cerrar los acuerdos adecuados y que en el mercado sigue habiendo objetivos atractivos. Y eso, dice, lleva a una revisión y “a una *due diligence* un poco más detallada y audaz para sacar cualquier acuerdo adelante”. Por eso no habla de frenazo, pero sí de ralentización. Y sobre todo de replanteamiento de las inversiones.

Coincide con él **Mario Sans**, consejero delegado de **Integra Capital SCR** y profesor del Instituto de Estudios Financieros. “Puede ser que a raíz de la

● A medida que las empresas de capital de riesgo buscan nuevas oportunidades, el mercado global de los *e-sports* experimenta un crecimiento significativo, según los datos registrados en los últimos años, atrayendo la atención de inversionistas y gerentes, particularmente al *venture capital* (VC).

La industria de los deportes online de VC se remonta a principios de la década de los 2000, cuando comenzaron a surgir ligas y torneos de videojuegos profesionales.

Según un estudio de Preqin,

Buen momento para los *e-sports*

el mayor porcentaje de ofertas de deportes electrónicos proviene de la región de Asia-Pacífico (APAC).

En lo que va de 2023, el 80% del volumen de acuerdos se ha producido en APAC y constituye el 33% de todos los acuerdos desde 2011. La actividad de acuerdos de deportes electrónicos ha registrado 279 millones de dólares en cinco acuerdos desde principios de 2023, más del triple del total de 2022. Este crecimiento ha sido impulsado por la creciente popularidad de los *e-sports* y el auge de las

plataformas de transmisión en línea.

Por poner un dato sobre la mesa, en 2016, más personas vieron la final mundial de “League of Legends” que el partido de la final de la NBA.

La mayor parte de la actividad comercial en 2022 provino de compras financiadas por el fondo soberano de riqueza de Arabia Saudita, con una inversión de 1.500 millones de dólares como parte de la inversión total planificada de 38.000 millones de dólares del país en la industria del juego.

Se espera que la creciente popularidad de los deportes electrónicos y la aparición de más plataformas de transmisión en línea impulsen una mayor inversión en nuevas empresas de deportes electrónicos.

Sin embargo, las preocupaciones recientes sobre los resultados y las altas valoraciones han hecho que las empresas se alejen del sector. Preqin estima que aunque existen desafíos para la generación de retorno, los ojos deben permanecer en el potencial de crecimiento e innovación de la industria. ✱

Private Equity más grandes del mundo (AUM = assets under management):

→ BLACKROCK - AUM: 7.5 BILLONES DE \$
→ BLACKSTONE - AUM: 951 MILLONES DE \$
→ APOLLO GLOBAL MANAGEMENT - AUM: 523.000 MILLONES DE \$
→ KKR - AUM: 471.000 MILLONES DE \$
→ THE CARLYLE GROUP - AUM: 369.000 MILLONES DE \$
→ CVC CAPITAL PARTNERS - AUM: 146.000 MILLONES DE \$
→ TPG - AUM: 135.000 MILLONES DE \$
→ THOMA BRAVO - AUM: 114.000 MILLONES DE \$

caída de los bancos medianos en Estados Unidos haya habido un poco más de alerta respecto a esta clase de activos. Pero esta industria lleva muchos años en escenarios de crecimiento, en captación de recursos y en rentabilidades ofrecidas de manera recurrente para sus inversores. Es lo suficientemente sólida como para no pensar que va a ser una crisis para el sector”, dice Sans.

Mirando con lupa

Esta cautela por el entorno se ha trasladado a los precios y Sans admite que se está viendo cierta revisión sobre estas variables y ciertos ajustes “no de manera estructural, sino de manera coyuntural. Quizá es una pequeña parada de reorganización, pero el sector es sólido y rentable. Los precios sí están en revisión. Ha habido cierta reflexión interna de que hay que volver a ser un poco más cautelosos en las valoraciones de entrada.

¿Y España? En España las firmas de capital privado más activas son **Advent, CVC, KKR, Permira, Tikehau**. Según los datos de **SpainCap**, la asociación que agrupa a las entidades de *Venture Capital & Private Equity* en España, el volumen de inversión en el sector en 2022 alcanzó máximos históricos con 9.238 millones de euros en 958 inversiones.

Los fondos internacionales registraron récord de inversión en las empresas españolas: 7.406 millones de euros y se cerraron 15 *megadeals* (operaciones que superan la cifra de 100 millones de euros).

Por su parte, los fondos privados nacionales invirtieron 1.685 millones de euros en 592

inversiones y los fondos públicos nacionales alcanzaron la cantidad de 147 millones de euros en 144 inversiones.

Los nuevos recursos captados por las entidades privadas nacionales alcanzaron un volumen de 2.620,4 millones de euros el año pasado.

“La tendencia en España está siendo de crecimiento tanto en volumen gestionado como en inversiones, donde el inversor privado está tomando un rol protagonista en la captación de nuevos recursos”, confirma el consejero delegado de Integra Capital SCR.

Nuevas delegaciones

“El mercado español en los últimos años ha seguido incrementando el volumen gestionado de manera importante. Hemos tenido años con récord de inversiones realizadas y yo creo que lo que está caracterizando al sector español cada vez más es que el inversor privado, el inversor particular y el *family office* están claramente tomando posiciones en sus carteras”, afirma Mario Sans.

Otra de las tendencias observadas es que las gestoras internacionales están empezando a abrir oficinas en Madrid. “Hemos visto cómo fondos ingleses o fondos franceses empiezan a tener delegaciones en Madrid. Eso significa que quieren investigar oportunidades. Su ritmo de acuerdos es un poco más corto que el de los españoles, que llevan años mirando el mercado y que por cercanía, obviamente, consiguen llegar a todas esas compañías de capital familiar y que son potenciales oportunidades de adquisición”, dice Burdett.

Sectores en España

En cuanto a los sectores que más interés despiertan esta primera parte del año, Sans cree que son aquellos relacionados con las grandes líneas estratégicas de Europa y los fondos *Next Generation*.

“Primero, la tecnología. Todo lo que va unido a desarrollo tecnológico, siempre es un vector de crecimiento y, por tanto, de rentabilidades esperadas. Y después, todo lo que es la aplicación de la sostenibilidad en el mundo empresarial”, afirma Sans. ●



ANDRES BURDETT
[BEYOND]

“Las empresas de capital privado tendrán este año que “trabajar más duro para ofrecer rendimientos superiores a los inversores”.”



MARIO SANS
[INTEGRA CAPITAL]

“Quizá hay una pequeña parada de reorganización, pero el sector es sólido y rentable”.”

Somos lo que comemos

2008. Vuelta del verano. A mi hija, de apenas 29 años, le diagnostican un cáncer terminal inoperable, con una esperanza de vida de poco más de seis meses.

Mis preocupaciones previas tras el estallido de Lehman Brothers y sus consecuencias económicas, quedaron relegadas a un claro segundo o tercer plano.

Consigo que mi hija forme parte de un grupo de uso compasivo; es decir, que se le administre una medicación aprobada para otra enfermedad, pero que se intuye que puede ser indicada para el tratamiento del cáncer de pulmón.

De esta forma y a través de diversas pruebas con distintos tratamientos, cada año conseguíamos superar el horizonte previsto. Sin embargo, llegado 2012 su estado de salud era terrible: menos de 40 kilos de peso, metástasis en el cerebro, médula, caderas, y ninguna esperanza por parte del equipo médico.

Por esas fechas, me entero de que un científico que hizo su tesis doctoral sobre la importancia de la microbiota y su relación con muchas enfermedades, entre ellas el cáncer, ha desarrollado un producto natural, un postbiótico; es decir, eso que deberían producir las bacterias intestinales si estuvieran en buen estado: péptidos, nucleótidos, encimas, bacilos, etc.

Pregunto a los médicos y recibo una dura y lacerante respuesta: “puedes darle lo que quieras. Desgraciadamente, no hay nada que hacer para salvar a tu hija”.

Pero, en tales circunstancias de desesperación, decidimos probar.

En solo un año mi hija ganó más de 16 kilos y la metástasis desapareció. Ante tan positiva evolución, me pregunté si había ocurrido un milagro o, simplemente, el postbiótico (no confundir con prebiótico -una lechuga-, o con un probiótico -un yogur-) había hecho efecto.

Me entrevisté con otros usuarios y pude concluir que lo de mi hija no había sido obra de un milagro.

El producto se elaboraba entonces de una forma



CARLOS TUSQUETS

(info@treacapital.com)

muy rudimentaria y para su perfección el científico que lo estaba desarrollando requería de una importante cantidad de dinero con la que sufragar instalaciones, aparatos de última generación sobre genómica, proteómica, metabólica, fermentación, etc.

Impulso financiero

A partir de ese momento y, tal vez, por deformación profesional, decidí impulsar el proyecto desde el punto de vista financiero. Y no dudé un segundo en ponerme al frente de la iniciativa.

En un primer momento, reúno un grupo de amigos (*friends&family*). Todos ellos con un denominador común: tienen personas cercanas con problemas médicos sin solución tradicional. Ello, sin duda, facilita la comprensión de mi inquietud y del proyecto que les planteo. No tardamos mucho en ponernos de acuerdo para constituir una empresa (IGEN BIOLAB), que ya ha ayudado a casi un millar de personas y en la que hemos aportado más de 30 millones de euros.

IGEN, el suplemento alimenticio especial de uso médico ya ha superado la fase II de la agencia del medicamento y estamos convencidos de sus efectos en la mejora la calidad de vida del enfermo de cáncer.

Una manera de explicar lo que es IGEN para entender su función, sería imaginarlo como un proceso que desde fuera del cuerpo humano provee a sus usuarios de lo que debería producir su intestino, si estuviera cien por cien sano, y todo ello de manera natural.



Paralelamente, se han iniciado pruebas en distintos centros médicos sobre otro tipo de enfermedades diferentes al cáncer, como la degeneración macular, párkinson, psoriasis, salud dental, autismo etc.

Lo que fue “un clavo ardiendo” con muy poco reconocimiento de la medicina tradicional, se ha convertido así en una esperanzadora realidad gracias a más de 80 accionistas. Todos creyeron que había que dar una oportunidad a la influencia real que una microbiota equilibrada tiene sobre la salud y la autodefensa natural de nuestro organismo.

Hasta hace pocos años, la importancia de la microbiota sana y sus beneficiosos efectos en varias enfermedades, ni siquiera se enseñaba en las Facultades de Medicina y hasta se cuestionaba. Ahora sí se enseña a los nuevos médicos. Revistas reconocidas en la especialización sobre la medicina como Science o Harvard, explicitan abiertamente ya hoy esta teoría.

Solo cuatro empresas en el mundo están experimentando postbióticos relacionados con enfermedades como el cáncer, tres de ellas son americanas y una, la nuestra, española.

Moraleja de esta historia

La moraleja de esta historia es que muchas veces, lo que creas o impulsas por necesidad o como último recurso para luchar contra lo que se nos presenta como inevitable en el intento de cubrir algo que tradicionalmente no está cubierto, puede acabar siendo una gran empresa.

Para mí, esta moraleja es aplicable a todo tipo de sectores, y ante lo que conviene preguntarse: ¿estoy solucionando un problema, una necesidad no cubierta

o que es francamente mejorable? Si la respuesta es afirmativa, que nadie tenga dudas de que acabará con resultados positivos. Y también económicamente, aunque no fuera ese su objetivo.

Sin duda, lo vivido con este caso me ha hecho entender mejor lo diferente que es ser un inversor pasivo en capital riesgo (yo llevo siéndolo desde hace muchos años), a gestionar una inversión de forma activa, a veces nacida de una necesidad. Una necesidad emocional que se convirtió en una idea y que me llevó a comprometerme activamente hasta transformarla en una iniciativa empresarial capaz de ofrecer un producto o servicio rompedor útil para la sociedad.

Es verdad que el camino no ha sido nada sencillo, lleno de situaciones inesperadas, momentos desalentadores, errores que había que ir corrigiendo y decisiones importantes, como la de incorporar el mejor equipo.

De mi larga relación con clientes de banca privada, últimamente intuyo que no son pocos los que buscan participar en una idea concreta (*club deal*), más allá de lo que normalmente ofrece el mercado a través de fondos de inversión altamente diversificados. Me he dado cuenta de que un sector francamente atractivo es el que se relaciona con la salud, en temas que son realmente transformadores del sector. Puede parecer una verdad de Perogrullo, pero todo lo que es disruptivo y al tiempo, natural y fácil de entender, por su demanda, será creciente y, en consecuencia, también puede ser altamente rentable.

Salud a todos.

“ **La necesidad se convirtió en una idea y me llevó a comprometerme activamente hasta transformarla en una iniciativa empresarial capaz de ofrecer un producto o servicio rompedor útil para la sociedad** ”



LA CNMV LLAMA LA ATENCIÓN A LAS EMPRESAS COTIZADAS

Cuando los datos confunden y no ayudan al inversor

Los resultados empresariales son importantes para los inversores y también para sus asesores financieros. Pero, a menudo, se presentan a partir de datos que pueden no resultar comparables con otras sociedades y pueden llevar a la confusión. La CNMV ha lanzado una seria advertencia a las compañías cotizadas. Por **CARLOS AZUAGA**.

Para la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), existe una creciente práctica a la hora de presentar los resultados empresariales que confunde a los periodistas, a los medios de comunicación y, a través de ellos, a la opinión pública, incluyendo a ahorradores e inversores. En la pugna por aparentar mejores resultados de los reales y por presentar su liderazgo en una serie de variables económicas, algunas empresas cotizadas se han ido alejando en los últimos tiempos de los datos estandarizados (facturación, beneficio, resultado de explotación, etc.) que mejor reflejan los datos fundamentales de una compañía. En su lugar, ofrecen lo que se llaman *Alternative Performance Measures* (APM) que, como su nombre indica, son medidas alternativas que permiten situar mejor en las clasificaciones de resultados a la compañía que los utiliza.

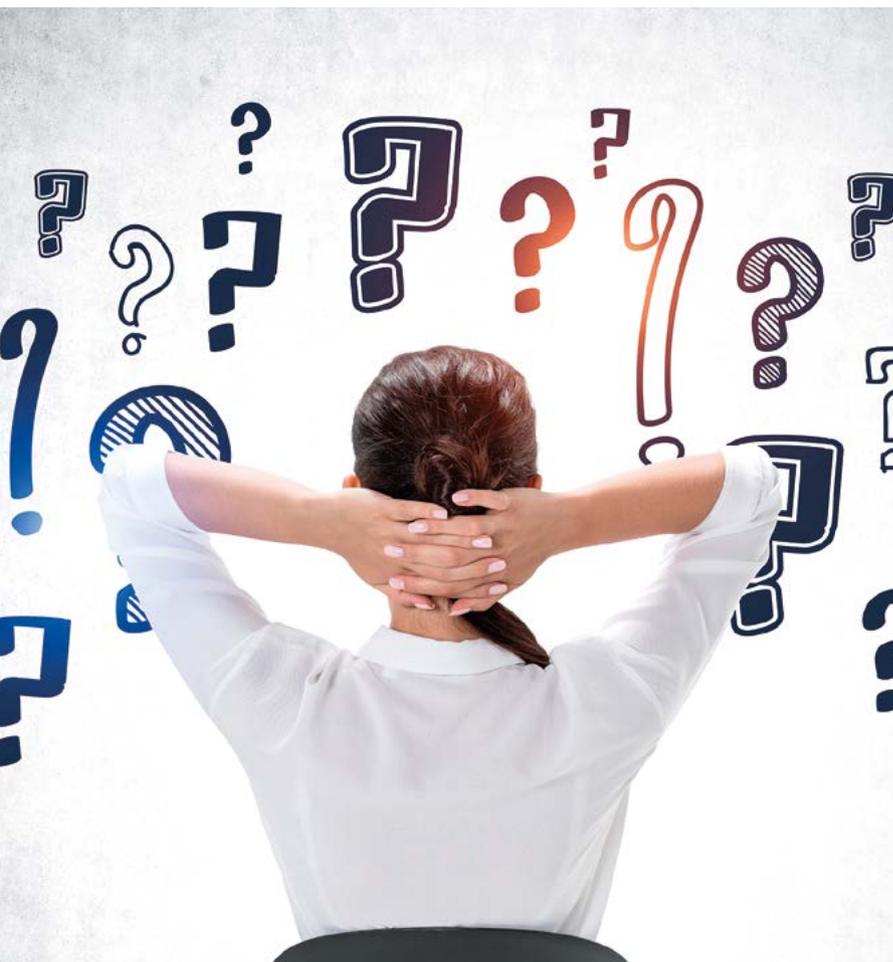
Las APM, según la CNMV, son medidas de rendimiento no consensuadas por la normativa contable internacional. Son fruto, en ocasiones, de la ingeniería financiera entre las que se encuentra el *ebitda*, el resultado de explotación recurrente e, incluso, ciertas versiones del flujo de caja libre. Gracias a estas variables muchas compañías cotizadas se presentan como líderes en algunas magnitudes en el momento de la presentación de resultados.

La presentación de resultados de las empresas, comunicadas en ese formato de APM podrían no ayudar, sino todo lo contrario, a ahorradores, inversores e, incluso, a los propios asesores financieros a la hora de valorar la evolución y resultados de las compañías cotizadas en la que muchos de ellos pueden tener invertido una parte importante de su patrimonio financiero.

Posibles sanciones

Sin embargo, analistas como **Ramón Alfonso**, socio-director de **Norz Patrimonia**, considera que “las medidas alternativas (APM) buscan añadir un mayor detalle en la información

→ **LA CNMV considera que las Medidas Alternativas de Rendimiento, como el ebitda, no están plenamente definidas por la normativa contable internacional.**



financiera presentada por las empresas cotizadas. Asimismo, busca concretar el nivel de detalle de la información reportada". Considera además que "tienen especial relevancia en grupos cotizados más complejos, en los que se hace más necesario este tipo de detalles". **Jaume Puig**, director general de **GVC Gaesco Gestión** matiza, sin embargo, esta apreciación: "A nivel del inversor profesional no confunden en absoluto, dado que las denominadas APM suelen ser convenciones utilizadas en el mundo financiero profesional de forma habitual. Otra cosa distinta puede ser para el inversor no profesional, dado que en el caso de no conocer la jerga específica ni los conceptos financieros utilizados, sí podría ser llevado a confusión". También reconoce que a quien lea solo los titulares "podrían causarle algún defecto de evaluación".

La CNMV ha decidido intervenir en el asunto enviando una nota a las empresas cotizadas en la que destaca que "es esencial que las entidades aporten información suficiente para que el →→→

¿Cuáles son los datos más importantes?

● Existen varios datos importantes que pueden ayudar a conocer la verdadera evolución y los resultados de una empresa. Algunos de los más importantes son los siguientes:

1] Ingresos. Los ingresos son la cantidad de dinero que la empresa ha facturado a través de la venta de sus productos o servicios. Los ingresos son una medida fundamental del éxito de una empresa y deben ser monitoreados cuidadosamente.

2] Beneficios. Los beneficios son el dinero que queda después de deducir los gastos de todo tipo

de la empresa. Es importante conocer los beneficios para evaluar la eficiencia de la empresa y su capacidad para generarlos.

3] Flujo de caja. El flujo de caja es la cantidad de efectivo que entra y sale de la empresa. Es importante para evaluar la solvencia de la empresa y su capacidad para financiar sus operaciones y proyectos futuros.

4] Margen de beneficio. El margen de beneficio es la parte de ganancia que se obtiene por cada venta realizada. Es importante para determinar

la rentabilidad de la empresa y su capacidad para generar beneficios.

5] Cuota de mercado. La cuota de mercado es la porción del mercado que la empresa ha capturado. Es importante para evaluar la competitividad de la empresa y su capacidad para competir con otras empresas en el mismo mercado.

6] Número de clientes. El número de clientes es importante para evaluar el éxito de la empresa en la adquisición y retención de clientes.

7] Retorno sobre la inversión

(ROI). El ROI es la medida de la rentabilidad de una inversión. Es importante para evaluar la eficiencia de la empresa en el uso de sus recursos.

En resumen, conocer los ingresos, beneficios, flujo de caja, margen de beneficio, cuota de mercado, número de clientes y ROI de una empresa puede proporcionar una buena visión general de su evolución y resultados de cualquier compañía. Sin embargo, algunos de estos datos pueden resultar más importantes que otros, según al sector al que pertenezcan. ✱



RAMÓN ALFONSO

[NORZ PATRIMONIA]

“Deben darse los estados financieros completos. Pero las Medidas Alternativas de Rendimiento (APM) son complementarias y contribuyen a obtener un nivel de detalle suplementario”.



JAUME PUIG

[GVC GAESCO GESTIÓN]

“A nivel profesional, las APM no confunden. Pero el inversor no profesional y quienes solo leen titulares, sí pueden ser llevados a confusión”.

→→→ inversor pueda entender qué representan esas magnitudes y facilitar así su comparabilidad y fiabilidad”. Además, ha advertido que sancionará a las compañías que faciliten información pública en forma de APM induciendo a confusión al público. Lo mismo hará si dan datos inexactos y no veraces porque supone un incumplimiento de la normativa legalmente aplicable de transparencia o abuso de mercado.

Ramón Alfonso recuerda que la CNMV “actúa como regulador, con lo que advierte que hay que buscar el uso adecuado y equilibrado de la información de medidas alternativas (APM)”. Por su parte, Jaume Puig afirma que “si la CNMV ha lanzado esta advertencia, será porque habrá encontrado algún indicio que así lo haga aconsejable. La CNMV suele actuar en base a hechos acaecidos. Desconozco cuáles han sido”.

Criterios ASG

La inclusión en los últimos tiempos de los criterios ASG ha venido, aún más, a crear una literatura más confusa y menos al alcance de ahorradores e inversores. Conceptos como “facturación verde” o “CAPEX sostenible” pueden dar una idea que no se corresponde con la realidad. Hay que tener en cuenta que

esos conceptos no están recogidos en la normativa aplicable, como el Reglamento de Taxonomía o el Reglamento de Divulgación, conocido como SFRD por sus siglas en inglés. Jaume Puig señala efectivamente que “el ámbito de ASG dispone de una regulación especialmente incipiente y aún en formación. Existe todavía una alta indefinición y una falta de concreción terminológica, que afecta a conceptos tan básicos como la propia definición de inversión sostenible”.

La CNMV hace un especial llamamiento cuando se utilicen las denominaciones ASG y pide que se exprese de forma clara si las iniciativas o datos a los que se refieren cumple o no con los Reglamentos de Taxonomía o el SFRD. Por ello, la Comisión insiste en que la APM no es taxonomía ni SFRD, porque no se calculan de acuerdo con esos reglamentos ni con los indicadores de impacto. En cualquier caso, demanda a las compañías que incluyan explicaciones detalladas sobre la metodología de cálculo y la finalidad de la utilización de cada APM que tenga una denominación ASG.

Medios de comunicación

El asunto implica no solo a las empresas cotizadas en su forma de presentar sus resultados, sino también a los medios de comunicación que deberían hacer un esfuerzo por interpretar de la mejor forma los datos sin hacer seguidismo de la información facilitada por las empresas. No es una casualidad que una semana después de hacerse pública la

→ LA INCLUSIÓN en los últimos tiempos de los criterios ASG ha creado una literatura más confusa y menos al alcance de ahorradores e inversores.

nota de la CNMV sobre el uso de las APM, un medio de comunicación, cuya sociedad cotiza en Bolsa, titulara sus resultados trimestrales con la positiva evolución del EBITDA (+63%). Se trataba del resultado que había experimentado mayor crecimiento, pero dejaba en segundo plano la evolución de los ingresos y los beneficios, que apenas se habían incrementado. No había, de otra parte, un esfuerzo por explicar las causas y el significado de un incremento tan importante del EBITDA. Sin duda, el diario optó por defender el interés corporativo antes que el interés de sus lectores.

Respecto a los datos que no deben faltar en cualquier información sobre los resultados anuales de una compañía, Ramón Alfonso considera que se deben facilitar “los estados financieros completos, con unas notas explicativas a los mismos, usando criterios homogéneos de presentación. Además de la información que complementa y completa los datos a disposición del inversor”. Por su parte, Jaume Puig señala que “cada inversor profesional da más importancia a unos datos que a otros a la hora de efectuar su valoración de las empresas. Dependerá de cada estilo de gestión. En nuestro caso, los datos más importantes de las empresas son todos los que afectan a los flujos de caja, a los que concedemos más importancia que a los que determinan la propia formación de los resultados, en cualquiera de sus diferentes acepciones”. ●

Charlas didácticas, pero no sobrecogedoras

Por: **RAFAEL RUBIO**

● **A finales de los años 80,** algunas sociedades españolas pusieron de moda la presentación de sus resultados anuales a través de una reunión con seleccionados periodistas especializados en información económica -a veces en una cena-, que pretendía también convertirse en una clase de economía contable y financiera.

● **La iniciativa contó de forma inmediata con la gratitud de los informadores, no excesivamente formados en aquellos momentos, por el doble objetivo de ayudarles a formarse y, al mismo tiempo, ser generosos en la aportación de datos sobre los resultados de las compañías. No hay que olvidar que procedíamos de un escenario donde, una década antes, a los periodistas que informaban de las compañías cotizadas se les calificaba de “sobrecogedores”. Y ello porque era costumbre que esas sociedades elaboraran una nota y la metieran en un sobre junto a una pequeña**

cantidad de dinero (“gastos de desplazamiento” se decía entonces) que entregaban a los representantes de los medios de información para que la publicaran. Ninguna posibilidad, por tanto, de preguntar o solicitar una información complementaria.

● **Aquellas charlas con contenido didáctico sobre los resultados de las sociedades fueron las primeras que comenzaron a incorporar esos resultados alternativos a los que ahora la CNMV trata de poner coto. Así resultó inevitable que los periodistas destacáramos el liderazgo en un mismo sector de varias compañías al mismo tiempo en base a unas variables económicas que apenas entendíamos y nunca habíamos oído hablar de ellas. Lo bueno de la situación es que acudíamos a la presentación de resultados convencidos de que el orador de turno acuñaría un nuevo concepto del que, naturalmente, su compañía resultaba ser líder indiscutible. ✱**

TK TIKEHAU
CAPITAL

**Alternative
Asset Management**

DEUDA PRIVADA

ACTIVOS REALES

PRIVATE EQUITY

ESTRATEGIAS
EN MERCADOS COTIZADOS

EL INTERÉS DEL CLIENTE EN EL PUNTO DE MIRA

La Comisión Europea desvela su estrategia de inversión minorista

La propuesta de Directiva sobre Normas de Protección de los Inversores Minoristas, que ha aprobado recientemente la Comisión Europea, modifica las cinco principales directivas del mercado financiero (MiFID II, IDD, Solvencia II, UCITS y AIFMD). Es un texto, por tanto, a analizar y tener muy en cuenta. Por **FERNANDO ZUNZUNEGUI**.*

*De ZUNZUNEGUI ABOGADOS, coordinadores de Regulación de **EFPA España**.



Tras más de dos años de estudios y consultas en el marco de la Unión de Mercado de Capitales, la Comisión Europea ha desvelado su Estrategia de Inversión Minorista con una propuesta de reforma de las principales directivas que regulan el mercado financiero. Simplifica con ello la información financiera y toma medidas para hacer efectivo el principio de actuar en el mejor interés de cliente. El interés del cliente aparece de esta forma como piedra angular de la regulación.

La propuesta valora positivamente el marco legal desarrollado tras la crisis de 2008, aunque detecta debilidades en la protección del inversor minorista, entre las que destacan: la falta de comprensión de la información financiera, los riesgos crecientes en los canales digitales, las deficiencias en la distribución

financiera con elevados costes que pagan los clientes y los sesgos en el asesoramiento.

La Comisión Europea descarta por el momento el giro copernicano que supondría la prohibición total de incentivos, que tendría “consecuencias difíciles de predecir”. Como alternativa, propone modificar el marco normativo en relación con la transparencia, los conflictos de intereses y la relación calidad-precio (*value for money*), es decir, el resultado que recibe el inversor atendiendo al precio que paga por el servicio financiero.

La propuesta resuelve inconsistencias y solapamientos en los requisitos de información requeridos para la comercialización, en particular de los seguros de inversión, y facilita el uso del formato electrónico. Propone estandarizar a través de ESMA y EIOPA el uso de avisos en productos de alto riesgo. En suma, se reduce la carga de cumplimiento normativo derivada



Asesoramiento simplificado

● **A la Comisión Europea** le preocupa que la normativa encaminada a la mejora en la calidad del asesoramiento incremente su coste y produzca una brecha en el asesoramiento. Para evitar este *advice gap*, la reforma crea un tipo de asesoramiento más simple y accesible.

● **Con ello permite** que el asesoramiento independiente sobre productos simples, que además sean eficientes en cuanto a sus costes y estén bien diversificados, se pueda prestar con un test de idoneidad simplificado, sin necesidad de analizar los conocimientos y experiencia del cliente.

● **Con esta medida** se pretende ofrecer un servicio a bajo coste, aumentando el acceso al asesoramiento, en línea con la propuesta en el Reino Unido de *Core Investment Advice*.

Se trata de un nuevo canal que permitirá extender la cultura financiera y crear confianza en los asesores. Además, puede utilizarse como un escalón hacia el asesoramiento pleno y la planificación financiera.

● **Según la propuesta**, antes de aceptar el servicio simple, el cliente minorista debe ser informado sobre la posibilidad y las condiciones de acceso a un asesoramiento de inversión estándar y ser advertido de las limitaciones asociadas al servicio *low cost*. Se trata, sin duda, de una buena idea para acercar las oportunidades de inversión al ahorrador. ✱

➔ **LA COMISIÓN detecta debilidades en la protección del inversor minorista: falta de comprensión de la información financiera, riesgos en los canales digitales y deficiencias en la distribución financiera con elevados costes y sesgos en el asesoramiento.**

de los requisitos de información. Con esta finalidad, facilita al cliente ser tratado como profesional por opción, incluyendo como nuevo elemento para admitir el cambio de categoría haber recibido educación financiera para entender el producto.

Conflictos de intereses

Tras simplificar la información financiera se refuerzan los controles internos. Se propone una mejor gestión de los conflictos de intereses en el cobro de incentivos cuando hay asesoramiento. A su vez, se prohíben los incentivos en las ventas no asesoradas. Con buen criterio, la propuesta considera que sin el valor añadido del asesoramiento los incentivos no estarían justificados.

En relación con el régimen vigente que permite los incentivos en el asesoramiento no independiente cuando “mejoran la calidad del servicio”, se sustituye este concepto indeterminado por la exigencia de recomendar los productos más eficientes en relación con los costes. En cualquier caso, se deberá avisar al cliente sobre el impacto de los costes en la rentabilidad del producto. (Más información sobre incentivos y retrocesiones en las páginas 26 a 29 de esta revista).

Para hacer más objetivo el control de los costes y rentabilidades, ESMA y EIOPA quedan encargadas de publicar unos índices de referencia (*Benchmarks*) que deberán ser tenidos en consideración tanto por los fabricantes como por los distribuidores. Cuando las entidades no se alineen con esta referencia, la comercialización al cliente minorista se condiciona a una evaluación de que →→→



Formación certificada

● **Según la Comisión Europea**, los conocimientos y competencia del personal son fundamentales para garantizar un asesoramiento de calidad, objetivo que requiere establecer unos «estándares comunes mínimos» tanto en inversión como en seguros.

● **Para lograrlo**, acoge las propuestas realizadas por EFPA, reconociendo las ventajas de un modelo de formación del personal basado en certificados. En este marco se podría aprobar un distintivo europeo (*pan-European label*), de carácter voluntario, que potencie la autonomía y movilidad de los asesores y consolide la confianza en el sistema.

● **Los contenidos** de la formación de los asesores financieros, hasta ahora recogidos en una guía de ESMA, pasan a incorporarse a un anexo a MiFID II, en el que se amplía la exigencia de conocimientos sobre regulación financiera y se incluyen las inversiones sostenibles. Por lo demás, se armoniza la formación continua de MiFID II con IDD, con un mínimo de 15 horas al año.

● **A su vez**, la educación financiera de los clientes minoristas pasa a ser una obligación de los Estados miembros con el objetivo de alcanzar una inversión o contratación de seguros responsable, es decir, con base a decisiones del cliente informadas y acordes con su perfil. Este desarrollo e impulso de la educación financiera corresponderá en Derecho interno a la nueva Autoridad de Defensa del Cliente Financiero en colaboración con los supervisores financieros. * 

→→→ el producto ofrece una buena relación calidad-precio. Este mecanismo de comparación con la referencia oficial es una gran novedad que pretende controlar los costes y rendimientos preservando la libertad de empresa.

Ampliación del test de conveniencia

En cuanto a la evaluación del cliente, se requiere que sea anterior a la contratación y se amplía el contenido del test de conveniencia, de modo que, además de evaluar los conocimientos y competencias, habrá que preguntar sobre la capacidad de asumir pérdidas.

En suma, se trata de una mejora del sistema MiFID, cuyas bases se extienden a IDD. Su objetivo es garantizar el buen funcionamiento del mercado para atraer la confianza del inversor minorista e incrementar su participación. Se trata de que los minoristas puedan acceder a las oportunidades de inversión con decisiones

→ LA COMISIÓN propone modificar el marco normativo en relación con la transparencia, conflictos de intereses y relación calidad-precio (*value for money*).

responsables, adaptadas a sus necesidades en un ambiente seguro. Es un objetivo muy ambicioso que se pretende conseguir con pragmatismo. No hay cambios radicales.

Se modifica el marco legal desarrollando los principios que rigen la gobernanza de productos y la distribución financiera. Se busca la coherencia sin aumentar el coste de cumplimiento normativo. Con este fin, se aplican las mismas soluciones a los instrumentos financieros y a los seguros de inversión. A su vez, los supervisores deberán coordinarse para hacer frente al asesoramiento prestado por entidades no autorizadas y controlar los riesgos asociados al *robo-advice* para extender la protección del inversor al entorno digital. ●



Test número 12 de **asesores financieros** EFPA

Los miembros certificados de EFPA pueden computar dos horas de formación válidas para la recertificación EIA, EIP, EFA y EFP respondiendo a esta prueba. Solo hay que contestar correctamente, de entre las tres posibilidades que se ofrecen, un mínimo de 12 de las 15 cuestiones del presente test. Para responder es preciso acceder a la intranet de EFPA España (www.efpa.es) con el usuario y contraseña. Una vez completada y superada la prueba se sumarán automáticamente las horas de formación en tu perfil.

1. ¿Cuáles son las reclamaciones más frecuentes en la actividad del asesoramiento financiero?

- A. **Resultados no alcanzados según las previsiones y mala información sobre los precios de productos.**
- B. Información errónea sobre la evolución de las inversiones.
- C. Información incorrecta de tarifas, evaluación errónea del perfil inversor y mal suministro del precio de los productos.

2. ¿Cuántas sociedades ha adquirido Warren Buffett desde que en 1964 compró Berkshire Hathaway?

- A. **30 sociedades.**
- B. 45 sociedades.
- C. 80 sociedades.

3. ¿Cuál de estas afirmaciones no es correcta sobre Berkshire Hathaway, la compañía de Warren Buffett?

- A. **Es la mayor empresa del mundo por patrimonio.**
- B. Es la décima del mundo por beneficios.
- C. Es la séptima por capitalización en Estados Unidos.

4. ¿Cuál ha sido la decisión de la Comisión Europea en su propuesta de normativa de la Estrategia de Inversión Minorista?

- A. **Prohibir todas las retrocesiones.**
- B. Prohibir las retrocesiones en el servicio de recepción y transmisión de órdenes y en la venta informada de productos de seguro con componente de inversión.
- C. No incluir cambios en el test de idoneidad y en el de conveniencia que se debe hacer a los clientes.

5. ¿A qué dato concede gran importancia la inspección fiscal al analizar los posibles "falsos no residentes", contribuyentes no nacionales que a pesar de tener su residencia en España no tributan por su renta mundial?

- A. **Al número de viajes al exterior que realizan a lo largo de un ejercicio.**
- B. Si han estado en territorio español más de 183 días en el año.
- C. Si la mitad de sus impuestos totales lo han pagado fuera de España.

6. ¿Qué acciones están siendo controladas especialmente en el actual ejercicio por parte de la inspección fiscal?

- A. **Las transacciones realizadas en dinero efectivo y el control de los que no declaran IRPF, impuesto de Sociedades o IVA.**
- B. Solo los que no pagan IVA
- C. Los errores cometidos en la declaración del IRPF.

7. A propósito de la gestión activa versus la gestión pasiva ¿qué dice la sabiduría popular, aunque no siempre se cumple?

- A. **Da igual la tendencia del mercado, lo importante es la habilidad del gestor y asesor.**
- B. El inversor nunca deja de ser activo.
- C. La gestión activa se desenvuelve mejor en los mercados a la baja que la gestión pasiva.

8. ¿Qué son los llamados fondos *closet indexers*?

- A. **Fondos cuyo periodo de suscripción es muy corto.**
- B. Fondos que se limitan a replicar un determinado índice, pero como si estuvieran realizando una gestión activa.
- C. Fondos de suscripción cuyo objetivo es superar a la inflación.

9. ¿Qué dice la vicepresidenta de la CNMV, Montserrat Martínez Parera, sobre el compromiso de las Finanzas Sostenibles?

- A. **"Los problemas energéticos, motivados por la crisis de Ucrania, nos aconsejan ir más despacio en nuestro compromiso de las finanzas sostenibles"**

- B. **"En el compromiso de las Finanzas Sostenibles no hay marcha atrás".**
- C. **"En Europa y Estados Unidos se tiene la percepción de que la sostenibilidad tiene motivaciones políticas".**

10. ¿Cuáles son los sectores que más interés despiertan ahora en España en *Private Equity*?

- A. **Los relacionados con las líneas estratégicas de Europa y los fondos Next Generation.**
- B. El sector inmobiliario y las nuevas tecnologías.
- C. El sector del turismo y el transporte.

11. ¿Cuáles son resultados necesarios para que una empresa esté en el grupo de las que pueden multiplicar por 100 su inversión, según señala Christopher Mayer en su libro "100 baggers"?

- A. **Tiene que incrementar de manera importante sus inversiones en un periodo largo de tiempo e incrementar los beneficios en el mismo porcentaje.**
- B. Debe poder controlar un tercio de la cuota de mercado y mantenerlo durante un periodo medio de tiempo.
- C. **Hay que mantener altos niveles de crecimientos en ventas, márgenes y beneficios por acción en largos periodos de tiempo.**

12. ¿Cuál de estas afirmaciones constituye la aportación central del libro "Inversión en Valor" del veterano inversor Marty Whitman?

- A. **El valor de una acción no es objetivo. Depende de las estimaciones subjetivas e imperfectas del inversor.**
- B. La valoración de un activo descansa en los beneficios presentes.
- C. **El accionariado de una compañía es homogéneo y tiene parecidos intereses.**

13. ¿Qué son las APM sobre las que la CNMV recomienda que las empresas cotizadas deben ser muy prudentes en su utilización al presentar los resultados?

- A. **APM significa Alternative Performance Measures y son medidas (datos) alternativas que las empresas utilizan cuando su evolución les beneficia.**
- B. **Significa Alternative Private Measures. Son datos que sirven para dar una imagen más completa sobre la evolución de la compañía.**
- C. **Significa Altres Possibility Measures. Se trata de los datos complementarios que pueden aportarse en la presentación de los resultados empresariales.**

14. ¿Cuáles son las debilidades que la Comisión Europea detecta en la política de protección al inversor?

- A. **Poca educación financiera y ofertas poco comprensibles.**
- B. **Falta de transparencia en las ofertas, escasa educación financiera y publicidad deficiente.**
- C. **Poco atractivo de la información financiera, riesgo en los canales digitales y deficiencias en la distribución financiera.**

15. ¿Cuáles son los cambios normativos que propone modificar la Comisión Europea en su apuesta por el interés del cliente?

- A. **Lo relacionado con la transparencia, conflictos de intereses y relación calidad-precio.**
- B. **Lo relacionado con la formación de los asesores, la educación financiera y la publicidad.**
- C. **No propone ningún cambio.**



Accede al test



Por
**LUIS
TORRAS**

100 baggers / **CHRISTOPHER MAYER** / LAISSEZ-FAIRE BOOKS

Empresas que multiplican por 100 la inversión

Warren Buffett ha dicho en más de una ocasión que su horizonte temporal de inversión es “para siempre.” Algo que es fácil de decir, pero muy exigente de lograr: al final, supone invertir en compañías capaces de crecer durante muchos años manteniendo su rentabilidad sobre el capital invertido. Tener una de estas joyas en la cartera, y tenerla durante muchos años, es una de las fórmulas más efectivas y seguras para lograr resultados extraordinarios. Ahora bien, dar con este tipo de activos no es algo fácil. En su libro *100 Baggers*, esto es, compañías que han sido capaces de multiplicar por 100 la inversión inicial, **Christopher Mayer** realiza un pormenorizado estudio sobre las características de las empresas que logrado dicha proeza.

Un primer elemento fundamental para conseguir este tipo de retornos es ser capaz de mantener unos altos niveles de crecimiento en ventas, márgenes y beneficios por acción durante largos periodos de tiempo. En el universo de análisis de Mayer, la media se sitúa en 26 años, las que menos en 15, las que más en 35; lo que supone una tasa de rendimiento anual del 20%, 35,9% y 14,1% respectivamente frente el 10% anual del S&P500.



Entendido el papel del crecimiento, el segundo gran elemento para obtener estos resultados es la valoración. En estos casos, sorprendentemente, un múltiplo bajo no es tan importante como el invertir en este tipo de compañías cuando aún son pequeñas. Al final, si la tesis de crecimiento es válida, aun invirtiendo a un múltiplo de 20 veces beneficios, podemos

sacar estos retornos en la medida en que la escalabilidad y sostenibilidad del crecimiento es más alta en empresas pequeñas (que crecen), que en empresas grandes. De entre las 365 empresas analizadas por Mayer, el rango de beneficios en el momento de la inversión se situaba en torno a los 170 millones de facturación, y una capitalización de mercado de 500 millones de dólares.

Otro elemento fundamental a la hora de saber seleccionar este tipo de activos, es entender el papel de la reinversión (*capex*), y de los beneficios retenidos en el negocio (no repartidos en forma de beneficio). Las inversiones son claves para los negocios que crecen, más si están en mercados en expansión y en donde estas inversiones sirven para asegurar la ventaja competitiva del negocio y la posición de dominio de la empresa en el sector; ambos elementos imprescindibles para que el crecimiento vaya de la mano de una rentabilidad creciente y sostenida en el tiempo. Una parte del análisis tremendamente cualitativo y complejo, pero donde descansa en gran parte el acierto en

→ **El elemento fundamental para conseguir este tipo de retornos es mantener altos niveles de crecimiento en ventas, márgenes y beneficios por acción en largos periodos de tiempo.**



la selección. Normalmente, las empresas que reparten sus beneficios no suelen tener cuotas de crecimiento tan atractivos como para permitir estos retornos.

Estos, por supuesto, se explican por invertir solo en negocios de gran calidad. La existencia de un ROE alto, sostenido en el tiempo, es una de las características que sobresalen en este tipo de activos. Otro elemento que determina la calidad de un activo es el margen bruto, un indicador muy claro sobre el atractivo de la propuesta de valor de la compañía y su poder de fijación de precios (una gran protección de la rentabilidad futura).

Las sagaces observaciones de Mayer, todas basadas en un sólido y amplio análisis empírico, remarcan la importancia de evitar la especulación, o la importancia del tiempo invertido (más que la más frecuente preocupación con el “*market timing*”), centrando el foco de la actividad inversora a largo plazo en la selección de buenos negocios. ●

La importancia de la propiedad

✓ **EN EL CASO DE LA EXISTENCIA** de un propietario claro al mando del negocio, que asegure un mejor alineamiento entre gestión y propiedad y una marcada orientación a largo plazo, es otro elemento imprescindible a la hora de obtener este tipo de retornos. Varios estudios han demostrado que las compañías cotizadas con un paquete de control claro, normalmente el fundador, han tenido retornos bastante superiores a los del conjunto del mercado. En la medida de que este control se disuelve, también tiende a evaporarse

este mayor retorno con respecto la media del mercado. Este elemento se relaciona con otro fundamental que es el contar con una buena inversión del capital disponible (cómo la compañía invierte el efectivo del que dispone): algo que cubre tanto las inversiones (orientadas a mejorar y fortalecer la propuesta de valor a los clientes a largo plazo), como los planes de recompra de acciones cuando el valor de la empresa en relación al precio de cotización así lo aconseja, entre otros elementos.

Seleccionar buenos negocios no es tarea fácil, pero mantenerlos en el tiempo es algo todavía más difícil. El ruido mediático, las “modas”, el ciclo económico, y la psicología inversora,

son algunos elementos de difícil gestión que pueden hacer vender buenas posiciones a corto, rompiendo el encanto de la capitalización compuesta a largo plazo. La creación de riqueza protagonizada por las compañías no sigue un patrón lineal y requiere de tiempo. Por otro lado, no hay tantos negocios excepcionales. La industria tradicional de gestión patrimonial apoya su gestión del riesgo en una diversificación de activos que supera los centenares. Mayer, al igual que otros inversores como **Greenblatt, Munger, Terry Smith o Nick Sleep**, apuesta por favorecer carteras relativamente concentradas en 10-20 valores en un enfoque marcadamente **buy & hold** y de muy poca rotación. ❄

AHORRO/INVERSIÓN

Para aprender con un veterano maestro

→ **Inversión en valor**

MARTY WHITMAN / DEUSTO

En un sólido libro *Inversión en valor*, el veterano inversor **Marty Whitman** (ya fallecido) ofrece al ahorrador/inversor un completo manual sobre cómo guiar nuestras decisiones de inversión a partir de los fundamentales, con sentido común, en un texto escrito tras una increíblemente exitosa carrera en los mercados y con numerosas observaciones de valor tanto sobre el funcionamiento de los mercados, como sobre el oficio de seleccionar inversiones.

El punto central en la visión de Whitman es entender que el valor de una acción (y de cualquier cosa) no es objetivo y depende de las estimaciones subjetivas e imperfectas del inversor y su coste de capital, entre otros muchos factores.

La valoración de un activo financiero descansa en los beneficios futuros que estimemos vayamos a recibir en el futuro, ya sea en renta variable o fija; pero no solo: también influye la liquidez (tema al que Whitman dedica muchísima atención, y prácticamente desatendido por la teoría moderna de carteras), la percepción de los inversores sobre el título a la hora de comprar y vender, el entorno macroeconómico, o el volumen de la participación y las implicaciones de control político que pueda suponer su

compraventa, especialmente en los títulos de renta variable, o el horizonte temporal y perfil de riesgo del inversor que compre nuestras acciones. No hay dos valoraciones iguales, porque no existen dos inversores iguales y por lo tanto dos opiniones iguales sobre el futuro (y valor) de un negocio determinado. Una visión rica de los mercados, muy alejada de la visión simplista y plana que domina todavía hoy el mundo académico, caracterizado por una gran uniformidad.

A partir de la década de los 60-70, el grueso de los mercados financieros ha estado dominado, entre otras, por las ideas Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME) o la Teoría Moderna de Carteras (**Markowitz/Sharpe**). Se trata de un enfoque neoclásico apoyado en el supuesto de que los precios reflejan el valor de los activos de forma casi perfecta e instantánea en una visión estática de los mercados, donde el riesgo se mide simplemente con la volatilidad y donde se ignora la diferencia entre valor intrínseco, aproximación racional a partir de los fundamentales del subyacente al activo financiero, y valor transaccional,

determinado por *Mr. Market*. Lo que el refranero popular ha recogido de manera célebre con aquello de "solo un necio confunde valor y precio".

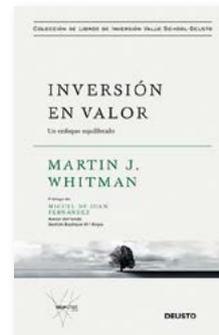
Intereses no homogéneos

Una parte muy interesante del texto de Whitman es cuando señala cómo el accionariado de una compañía, sus intereses, no es homogéneo como estima la HME, sino que pueden coexistir perfiles muy distintos. No tendrá el mismo comportamiento (ni intereses en la compañía), por ejemplo, un *trader*, preocupado en comprar y vender a corto plazo siguiendo las oscilaciones en los precios; un activista

(con capacidad de influencia en la gestión de la compañía), que estará preocupado por aflorar valor a corto plazo aún a expensas de comprometer el negocio a largo; un inversor institucional, que suele estar centrado en el crecimiento trimestral del BPA; o un inversor

genuinamente a largo plazo (con *ownership mindset* en expresión de **Buffett**), que se caracteriza por la capacidad a largo plazo de que el negocio siga creando riqueza. El libro de Whitman trabaja muy bien todo lo anterior, describiendo los complejos conflictos de interés a los que se enfrenta cualquier gestor a la hora de invertir y compartiendo una visión tremendamente realista de los mercados.

Este análisis granular de los mercados, se completa con la inclusión de las operaciones en mercados privados, donde curiosamente la aproximación académica es mucho



→ **El libro describe de forma realista los complejos conflictos de interés a los que se enfrenta cualquier gestor a la hora de invertir.**

JANUS HENDERSON GLOBAL LIFE SCIENCES FUND

★★★★ Morningstar Rating™



INVIRTIENDO EN I | N | N | O | V | A | C | I | Ó | N SANITARIA DE VANGUARDIA

Janus Henderson
INVESTORS

INVERTIR POR UN MUNDO
MEJOR JUNTOS

Sólo para profesionales. Comunicación publicitaria. Para más información sobre el fondo, regulación y rentabilidad, visita janushenderson.com/gls/rentabilidad-del-año-natural-profesional. Prohibida su distribución a terceros. Janus Henderson Capital Funds Plc es un OICVM constituido con arreglo a la legislación irlandesa, con responsabilidad segregada entre fondos. Consulte el folleto del OICVM y el documento de datos fundamentales antes de tomar cualquier decisión de inversión definitiva. La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras. Téngase en cuenta que cualquier diferencia entre las divisas de los valores de la cartera, las divisas de las clases de acciones y los costes que deben pagarse o representados en divisas distintas a la divisa de su país le expondrá al riesgo de divisas. Los costes y las rentabilidades podrán incrementarse o disminuir como resultado de las fluctuaciones de las divisas y de los tipos de cambio. No se trata de una solicitud de venta de acciones y nada de lo aquí expuesto pretende equivaler a asesoramiento en materia de inversión. Para aspectos relacionados con la sostenibilidad, acceda a Janushenderson.com. Este documento no constituye un asesoramiento de inversión ni una oferta de venta, compra o recomendación. Calificación global Morningstar Rating™ a 30 de abril de 2023 se refiere a la clase de acciones A2 USD (ISIN IE0009355771).

© 2023 Morningstar, Inc. Todos los derechos reservados. La información que se incluye en el presente documento: (1) es propiedad de Morningstar y/o de sus proveedores de contenidos; (2) no se puede copiar ni distribuir; y (3) no incluye garantías en relación con su precisión, exhaustividad ni oportunidad. Ni Morningstar ni sus proveedores de contenidos son responsables de los daños y perjuicios provocados por cualquier uso de esta información. Emitido en Europa por Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors es el nombre bajo el que Janus Henderson Investors Europe S.A. (reg. no. B22848 en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Pueden obtenerse copias del folleto del Fondo, el Documento de Datos Fundamentales, los estatutos, los informes anuales y semestrales en inglés y otros idiomas locales, según se requiera, en www.janushenderson.com. Estos documentos también pueden obtenerse gratuitamente en el domicilio social de la Sociedad en 2 Rue de Bitbourg, Allfunds Bank S.A., Estafeta 6, La Moraleja, Complejo Plaza de la Fuente, Alcobendas 28109, Madrid, España es el Agente de servicios en España. El resumen de los derechos de los inversores está disponible en inglés en www.janushenderson.com/summary-of-investors-rights-english. Janus Henderson Investors Europe S.A. podrá decidir poner fin a los acuerdos de comercialización de este Plan de Inversión Colectiva de conformidad con la normativa aplicable. Las inversiones subyacentes a este producto financiero (denominado el Fondo) no tienen en cuenta los criterios de la UE para las actividades económicas sostenibles desde el punto de vista medioambiental. La Gestora de Inversiones no tiene en cuenta los impactos adversos de las decisiones de inversión sobre los factores de sostenibilidad establecidos en el SFDR con respecto al Fondo porque no está clasificado ni en el artículo 9 ni en el artículo 8 del Reglamento (UE) 2019/2088. Janus Henderson y Knowledge Shared son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.

más sólida. Whitman incorpora en su análisis del *valor* el impacto que puede tener la existencia de operaciones corporativas, ya sean fusiones y adquisiciones o de cualquier otro tipo (MBO/LBO, salidas a bolsa u operaciones de exclusión, etc.). Un aspecto que corrige la visión

del propio **Benjamin Graham**, padre intelectual del análisis fundamental de compañías, en el sentido de que la estructura de capital sí puede añadir valor y por lo tanto afectar la valoración del activo enriqueciendo enormemente el marco de análisis. ●

Distinguir cotización de evolución

✓ **El texto de Whitman** parte de una premisa básica que es que las ciencias sociales no casan bien con la promulgación de leyes universales (como sí pasa en el ámbito de las ciencias naturales), sino que se requiere de un análisis caso a caso, compañía a compañía. En el caso de los títulos financieros, esto incluye reconocer que detrás de cada título hay negocios, participados y dirigidos por personas de carne y hueso, con creencias y aproximaciones al valor, necesidades de liquidez, perfiles de riesgo y preferencias

temporales muy distintas. La volatilidad que sufren los mercados a diario, muchas veces fortísima, no es más que el reflejo de toda esta complejidad de multitud de agentes, cada uno operando con unos muy diferentes intereses, perfiles de riesgo, y horizonte temporal (entre otros), y que entre todos tienen que fijar un precio para cada acción cada día. De ahí que no sea extraño (más bien frecuente) que el precio de los activos pueda alejarse mucho de la realidad económica del negocio que subyace.

Saber distinguir cotización de evolución del negocio, ofrece una ventaja superior al inversor a largo plazo, sabedor de que precio y valor rara vez convergen en el corto plazo, a veces ni siquiera en el medio y largo plazo, pudiéndose aprovechar de esta circunstancia para maximizar su retorno sin tener que asumir un elevado riesgo de solvencia.

Un libro de nivel avanzado, de gran sofisticación para profesionales del sector que quieran aprender de un veterano maestro, y ahorradores exigentes que quieran enriquecer su visión sobre los mercados financieros. ✱



REGISTRO DE FORMACIÓN CONTINUA PARA PROFESIONALES DEL SECTOR

Aliado clave para la excelencia en seguros

Uno de cada tres miembros asociados de EFPA España se ha dado de alta en formación continua en materia de seguros. Es la respuesta al Registro de Formación Continua en Seguros, que desde 2022 -y mediante Real Decreto- exige al profesional mantenerse actualizado para brindar el mejor asesoramiento y servicio a sus clientes. Por **NATALIA PASTOR**.

Derek Bok, rector de la Universidad de Harvard durante dos décadas -entre 1971 y 1991-, dijo: “Si usted cree que la educación es cara, pruebe con la ignorancia”. No sabemos a quién interpellaba cuando la pronunció, pero sí advertimos la certeza de su significado y su transversalidad, y nos sirve para introducir la figura del Registro de Formación Continua en Seguros, una herramienta que quiere elevar aún más la excelencia formativa de los miembros asociados de EFPA España en un área muy concreta: seguros y reaseguros.

Es, de hecho, un servicio reciente, con apenas un par de años en marcha, pero que cuenta con

una gran acogida. No es casualidad: “una mayoría de nuestros miembros certificados comercializa productos del sector asegurador”, explica **Andrea Carreras-Candi**, directora de EFPA España. Y no son pocas las novedades y cambios que se suceden en este. Sobran los motivos para mantenerse actualizado, especialmente si se quiere brindar el mejor asesoramiento y servicio a los clientes. “El entorno asegurador es dinámico y está en constante evolución, con cambios regulatorios, avances tecnológicos y nuevos productos y servicios desplegados año tras año”, añade. Un

Formación Continua con EFPA España

● En EFPA España vieron que una mayoría de sus miembros certificados también comercializaban productos del sector asegurador y que estos mismos profesionales ya disponían de los conocimientos que les exigía la Dirección General

de Seguros. Por eso se pusieron manos a la obra y decidieron ampliar su servicio de formación continua ofreciendo más formación continua y de mejor calidad en materia de seguros y crear un contador de horas específico y de cumplimiento con la exigencia establecida en el Real Decreto. El Registro

de Formación Continua en Seguros de EFPA España es una base de datos que recopila y valida los cursos de formación continuada que los profesionales del sector realizan a lo largo de su carrera. Los cursos acreditados y reconocidos por EFPA España se registran en esta plataforma,

permitiendo así que los profesionales demuestren su compromiso con la formación continua y su nivel de actualización.

Razones para ‘registrarse’:

El Registro de formación continua en Seguros permite a los profesionales:



guante que recoge EFPA España al ofrecer a sus asociados formación continua exclusiva en materia de seguros: 11.206 miembros ya se han dado de alta.

Qué y por qué del Registro

Todo empieza un 20 de abril con el Real Decreto 287/2021, una normativa que establece el régimen jurídico de la formación continua en el ámbito de los seguros. Este decreto tiene como objetivo regular la formación continua para los

→ **EFPA ESPAÑA detectó que una mayoría de sus miembros certificados también comercializaban productos del sector asegurador.**

distribuidores de seguros y reaseguros privados en España, dotándola de obligatoriedad. Reconocido -el seguro- por la Directiva de Distribución (IDD) como producto financiero según el modelo MiFID, se exige a los asesores financieros cumplir con un número mínimo de horas de formación continua para mantener su capacitación profesional en este ámbito.

El decreto determina además los contenidos mínimos que deben ser incluidos en los programas de formación continua, los cuales deben estar relacionados con el ámbito de los seguros y reaseguros. También establece los requisitos y el procedimiento para la acreditación de las entidades de formación que ofrecen programas de formación continua para mediadores de seguros y reaseguros privados, como EFPA España. Nace así el Registro de Formación Continua en Seguros, en el que se inscriben las entidades de formación acreditadas y se registran las acciones formativas realizadas por los mediadores, asesores financieros y profesionales que comercializan este tipo de productos y →→→

- ▶ **Demostrar el cumplimiento de los requisitos de educación continua.**
- ▶ **Mantenerse actualizados con los estándares y regulaciones de la industria.**
- ▶ **Garantizar que están al tanto de los avances y cambios en el campo.**
- ▶ **Brindar un mejor servicio a sus clientes y mantener altos estándares de profesionalismo. ✨**

¿Cómo acceder?

- EFPA España pone a disposición de sus asociados formación continua exclusiva de Seguros Nivel 2 (grupo B) o Nivel 1 (grupo A). Acceder es muy fácil. Solo hay que acceder a la Intranet y:
 - ▶ Firmar la Declaración de Honorabilidad.

- ▶ Adjuntar el certificado acreditativo vigente, si su entidad no nos lo ha proporcionado.
 - ▶ Confirmar su Solicitud.
 - ▶ Rellenar sus datos de facturación y realizar el pago de su primera cuota de 10€.
- Una vez tramitado el registro en EFPA España

para realizar la formación continua en materia de Seguros, recibirán un email de bienvenida y tendrán acceso a la plataforma donde podrán realizar formación en el aula virtual, webinars, eventos presenciales y hacer el seguimiento de sus horas acumuladas. ✨



SOLICITAR ACCESO

→→→ servicios. Y no menos importante: establece las posibles sanciones en caso de incumplimiento de las obligaciones de formación continua.

Este requerimiento de formación continua puede parecer algo lógico, pero lo cierto es que supone un punto de inflexión en el sector. “La principal novedad, y que para nosotros ha supuesto una oportunidad, es la exigencia de la formación continua anual según el grupo al que pertenece el profesional”, valora Carreras-Candi. Más adecuación, más rigor, más profesionalización. Un real decreto que, como destaca, se alinea con la razón de ser de MiFID II y su implementación en España. “De esta manera, se exige no solo estar en posesión de una certificación o título que debe aparecer en el listado de la CNMV, sino también la formación continua anual para todos aquellos profesionales que informen o asesoren financieramente a sus clientes”, opina. Cuando salió la noticia, desde EFPA España no hubo duda. “Lo acogimos como una oportunidad para ofrecer más formación continua en seguros y poder dar más servicios a los miembros certificados que comercializan productos del ámbito asegurador”, explica la directora de EFPA España.

¿Cómo funciona el Registro?

“Es un servicio que abrimos hace un año para todos los miembros certificados de la asociación en posesión del Nivel 2 (grupo B) o Nivel 1 (Grupo A) quienes deben realizar 25 horas de formación continua anual”, describe Carreras-Candi. De esta manera, todos aquellos que lo soliciten a la asociación pueden acceder a un aula virtual específica para seguros y a un contador de las horas de formación continua en

→ SE HA HABILITADO un campus online donde el miembro asociado puede encontrar los materiales de estudio en formato online, imprimible y los test de evaluación.



Los expertos de mayor prestigio

● En EFPA España cuentan con varios expertos en el sector seguros, así como profesores de varios colegios de mediadores de seguros de España. Por ejemplo, una de las figuras más relevantes en participar ha sido **Pilar González de Frutos**, que intervino siendo aun presidenta de UNESPA, en el webinar sobre el sector asegurador “Desafíos y tendencias 2023” y que, tras su visualización, sumaba una hora de formación en la recertificación de seguros. Pilar de Frutos compartió un dato: en España hay más de 70.000 mediadores de seguros que juegan un papel fundamental en el apoyo al cliente y 2023 será un año de esfuerzo hacia la consolidación del sector. “Es clave poner en valor el papel del mediador de seguros por su formación, honestidad, código ético y siempre pensando en las necesidades del cliente”, valoraba la hasta hace muy poco presidenta de la patronal aseguradora. ✨

Las cifras de una gran iniciativa

11.206

MIEMBROS asociados de EFPA España se han dado de alta en formación continua en materia de seguros.

3.653

MIEMBROS asociados han realizado el curso de actualización en seguros (válido por 10 horas de formación continua).

51.935

VISUALIZACIONES de videos publicados en el aula virtual.

48.487

TEST superados.

seguros permanentemente actualizado, cumpliendo con la exigencia de la formación continua anual que se establece en el Real Decreto. En definitiva, un campus en línea donde el miembro asociado de EFPA España puede encontrar los materiales de estudio en formato digital, imprimible y los test online de evaluación. También diferentes videos con clases magistrales de expertos, cuya visualización (y posterior superación de test -siempre con una nota superior a 7-) computan para alcanzar las 25 horas.



ANDREA CARRERAS-CANDI
(DIRECTORA EFPA ESPAÑA)

“Desde EFPA España no solo desempeñamos un papel fundamental en el control de la formación continua en materia de seguros, sino que ofrecemos toda la formación continua que un asesor financiero ha de disponer”.

¿Cómo revierte en el cliente?

Se trata de un extra de formación que se deja notar y mucho en el día a día de los profesionales del sector. “Siempre se ha considerado que un buen asesor financiero ha de tener conocimientos en esta materia”, apunta. Pero el Real Decreto va más allá y el Registro es una herramienta que lo lleva a la práctica. “Se ha convertido en una exigencia. En un garante. Los profesionales no solo han de disponer de unos conocimientos mínimos, según nivel, sino que han de estar actualizados y al día de todas las novedades del sector asegurador”, insiste. Un deber que se traduce en beneficios tangibles en la praxis del profesional que busca la excelencia, pero también en los clientes. “Para el consumidor es un beneficio saber que los profesionales que comercializan los productos disponen de los mejores y más actualizados conocimientos.

Solo así pueden hacerles las recomendaciones que mejor se adapten a sus necesidades y estar al día de todas las novedades”, valora la directora de EFPA España.

Formación continua y transversal para el asesor financiero

Con este despliegue, la asociación refuerza su papel en el ámbito de la Formación Continua en seguros. En estos momentos desde EFPA España ya ofrecen la “transversalidad” en el nivel de conocimientos de un asesor financiero, reuniendo distintos contadores de formación continua clasificada según temática: MiFID / Seguros / ESG / LCCI (crédito inmobiliario). “No solo desempeñamos un papel fundamental en el control de la formación continua en materia de seguros, sino que ofrecemos toda la formación continua que un asesor financiero ha de disponer” resuelve Carreras-Candi. ●

LAZARD
FUND MANAGERS

LAZARD CREDIT 2027 FONDO DE RENTA FIJA A VENCIMIENTO

Visibilidad en sus inversiones

Riesgo de pérdida del capital. Para más información sobre los detalles del fondo, los riesgos y las comisiones, por favor, consulte el Folleto disponible en www.lazardfreresgestion.es o solicítelo en nuestras oficinas.

Información emitida y validada por la sucursal española de Lazard Fund Managers Ireland Limited, con domicilio social en Paseo de la Castellana, 140, Planta 10ª, letra E, 28046 Madrid, registrada en la CNMV con el número 18. Escala de riesgo: 2/7. A menor riesgo, menor rentabilidad potencial. A mayor riesgo, mayor rentabilidad potencial. Publicidad marketing. Sólo para clientes profesionales.



RESUMEN DE UN SEMESTRE DE
ENCUENTROS FRUCTÍFEROS

Jornadas para el crecimiento: más cerca para llegar más lejos

Tan esperadas como útiles, las Jornadas de Asesoramiento Financiero organizadas por EFPA España son un *must* en la agenda del asesor financiero, que ve en ellas la oportunidad perfecta de tomar el pulso al mercado de la mano de los mejores expertos en sus áreas. Por **NATALIA PASTOR**.

El tejido de asesores financieros miembros certificados crece mes a mes, pero es en las Jornadas de Asesoramiento Financiero organizadas por EFPA España donde, además, se 'enriquece'. Como una especie de *chup chup* que eleva aún más cualquier receta infalible. Los asesores pueden detenerse y expresar inquietudes e ideas, identificar tendencias y oportunidades, e intercambiar preguntas y respuestas. Así son las jornadas, definitivamente presenciales, y cada vez más concurridas y participadas.

La primera en romper el hielo fue Palma de Mallorca, con una programación que ponía el foco en las oportunidades y desafíos que derivan del entorno actual de inflación y subida de los tipos de interés. **Enrique Juan de Sentmenat**, delegado territorial del Comité de Servicios



Dos instantes de las Jornadas de Asesoramiento Financiero en Mallorca (arriba) y Bilbao (abajo), ambas con un gran éxito de asistencia.

Asesoramiento financiero 'on tour': 10 ciudades seleccionadas

● En 2023 la ruta se ha extendido hasta 10 importantes capitales. Todas ellas comparten objetivo: consolidarse como espacio de encuentro para potenciar la calidad del asesoramiento financiero en España. ¿Ganas de asistir? Estas son las fechas y ciudades programadas durante el segundo semestre. ✨

VIGO: 21 de junio / **MÁLAGA:** 4 de octubre
BADAJOS: 17 de octubre / **TOLEDO:** 15 de noviembre
SANTA CRUZ: 22 de noviembre

a Asociados de EFPA España en las Islas Baleares, fue una de las voces destacadas del día. Bilbao fue la siguiente ciudad convocada, con más de un centenar profesionales de la industria financiera del País Vasco reunidos el

➔ BEHIND THE ESCENES

7 de marzo. Una comunidad que, como destacó **Begoña Alfaro**, delegada territorial del Comité de Servicios a Asociados de EFPA España en el País Vasco y Navarra, posee un elevado nivel de cultura financiera: “Euskadi cuenta ya con más de 2.100 asesores financieros EFPA certificados”. El 30 de marzo llegó el turno de Sevilla. Un encuentro lleno de energía que reunía también a casi un centenar de profesionales y en el que **Ramón Padilla**, delegado territorial en Andalucía Occidental, aprovechó también para anunciar que Andalucía cuenta ya con más de 3.500 asesores financieros certificados por la asociación. En abril, las Jornadas de Asesoramiento Financiero recalcaron en Murcia, con récord de participación y con **Juan Antonio Belmonte**, delegado territorial del Comité de Servicios a Asociados de EFPA España (Murcia), como embajador del encuentro. Asistieron más de 200 participantes, un 35% del total de miembros de la región. Zaragoza cogió el relevo el pasado 23 de mayo. Con más de 100 asistentes, **Pilar Barcelona**, delegada Territorial del Comité de Servicios a Asociados de EFPA España en la comunidad aragonesa, avanzó que la región cuenta ya con más de 830 asesores financieros certificados por la asociación.

Partners estratégicos que elevan el nivel

Banco Mediolanum, Lazard Fund Managers, Flossbach von Storch, Janus Henderson Investors, UBP, Pictet Asset Management, Columbia Threadneedle, Arcano Partners, DPAM, Schroders, Edmond De Rothschild Asset Management, Natixis Investment Managers, JP Morgan Asset Management y Caser Asesores Financieros son los *partners* que se han volcado en las jornadas del primer semestre. Un papel que va más allá del patrocinio. “Lo que agradecemos de forma especial es la aportación formativa que nos ofrecen, basada en su experiencia, su actuación actual, su visión de cara al futuro y que pueden recibir nuestros más de 35.000 asociados. Todas estas acciones permiten mejorar los conocimientos financieros que tenemos en este país”, explica **Ignacio Carnicero**,



MONICA COSANO (EFPA)

[Comunicación y prensa].

“La satisfacción de EFPA España no es solo el orgullo de pertenencia que sienten los miembros certificados. También la confianza de los speakers que ya forman parte de la comunidad EFPA”.



IGNACIO CARNICERO (EFPA)

[Área comercial y patrocinio].

“Agradecemos de forma especial la aportación formativa de los patrocinadores, basada en su experiencia, su actuación actual, su visión de futuro y que pueden recibir nuestros asociados”.

responsable del área comercial y patrocinio en EFPA España

España. Es, como destaca, un intercambio mutuo. “El hecho que todos o casi todos repitan su participación es una clara muestra que el formato presencial es positivo para todas las partes que participan”, añade. El despliegue realizado en cada una de ellas requiere una organización que empiece semanas antes. Murcia ha supuesto un punto de inflexión de asistencia, pero, como destaca **Mónica Cosano**, responsable de comunicación y eventos en EFPA España, “independientemente del punto de encuentro, EFPA España lucha siempre por alcanzar el mismo objetivo y mantener este nivel para promover la profesionalidad de un nuestro país, trabajar en la formación continua financiera de asociados y afianzar la proximidad entre ponentes y asistentes”. Lo consiguen de la mano de grandes ponentes y expertos como **Mario Weitz**, **Julián Reyes** o la presentadora del encuentro, **Susana Criado**, figuras recurrentes que ya son casi ‘patrimonio inmaterial’ de las jornadas. Una gran familia. “La satisfacción de EFPA España no es solo el orgullo de pertenencia que sienten los miembros certificados sino también la confianza de los *speakers* que ya forman parte de la comunidad EFPA”, comparte Cosano. ●

MÁLAGA: SEDE DEL EFPA CONGRESS 2024

La cita más importante del asesoramiento financiero aterriza en una ciudad de cine

¿Puede una ciudad ser capital del cine y epicentro del asesoramiento financiero en menos un mes? Sí, y esa ciudad es Málaga, que en abril del año que viene será la sede del EFPA Congress 2024, evento que prevé reunir a más de 1.200 profesionales del sector. Por **NATALIA PASTOR**.

Viajamos al futuro. En concreto, hasta Málaga, los días 25 y 26 de abril de 2024. Solo un mes después de ver desfilas a algunas de las estrellas más rutilantes del celuloide por la alfombra roja del Festival de Cine de Málaga, la ciudad se conjurará para reunir a otras figuras imprescindibles, en este caso, para el empuje del ahorro y la inversión. Hablamos de asesores financieros, representantes de entidades financieras y expertos en temas relacionados con las finanzas personales y la planificación financiera, entre otros ‘actores’ de primer nivel. Todos están invitados al que prevé ser el evento financiero del año: el EFPA Congress 2024.

Motivos de la organización para confiar en Málaga la octava edición del congreso nacional no han faltado: el PIB de esta ciudad creció un 7,7% en 2022 y superó la media nacional, encabezando el crecimiento en la comunidad. Que se haya posicionado como nuevo polo de atracción económica ensalza el resto de sus atributos. Málaga es vibrante, dinámica y cada vez más determinante. Una candidatura presentada por la delegación de Andalucía Oriental, con José Antonio Pérez

Muriel como ‘embajador’, quien comparte que los primeros en poner en valor esta elección han sido los propios asesores financieros de la provincia. “Nos han hecho llegar muchas muestras de apoyo. Es una gran noticia contar con un evento de estas características tan cerca. Pero debo decir que me han llegado de toda España, lo que demuestra la capacidad de convocatoria que tiene el EFPA Congress”, comparte el delegado de EFPA España, quien suma más adjetivos: “Málaga es una ciudad acogedora y universal, acostumbrada a ofrecer lo mejor a todos los que la visitan”.

Una red más numerosa

El crecimiento de la red de asesores financieros es otro de los elementos que ha decantado la balanza. Solo en la provincia de Málaga suman casi 750 asociados dentro de alguna de las acreditaciones de EFPA, una cifra que no deja de crecer. “Estamos repartidos por la totalidad de entidades financieras y de seguros que operan en la provincia relacionados con asesoramiento en banca personal y privada. También muchos profesionales independientes que igualmente se dedican al asesoramiento”, matiza Pérez Muriel. Junto a Andalucía Oriental, otras



ANDREA CARRERAS-CANDI

(DIRECTORA DE EFPA ESPAÑA)

“El congreso quiere convertirse en el foro de referencia del sector del asesoramiento financiero”.



JOSÉ ANTONIO PÉREZ MURIEL

(DELEGADO EFPA ANDALUCÍA ORIENTAL)

“Málaga es una ciudad acogedora y universal, acostumbrada a ofrecer lo mejor a todos los que la visitan”.



SANTIAGO SATRÚSTEGUI

(PRESIDENTE DE EFPA ESPAÑA)

“El año que viene superaremos las cifras de asistencia de anteriores citas, con más de 1.200 inscritos”.

delegaciones regionales presentaron sus candidaturas, algo que, como valora Santiago Satrustegui, presidente de EFPA España, “demuestra el compromiso de nuestros delegados y asociados”. La idea es que, en las siguientes ediciones, EFPA Congress recorra todas las regiones que han mostrado interés por organizarlo. “El congreso ha adquirido unas dimensiones que requieren de un esfuerzo logístico importante y, sobre todo, la búsqueda de una ubicación óptima, con un auditorio de un tamaño mínimo para la celebración de la jornada central, los talleres con miembros certificados y el resto de las actividades que se van desarrollando a lo largo del evento”, comparte Satrustegui. A partir de ahí, solo hay un requisito a cumplir. “Que el equipo de la organización trabaje con toda la ilusión para asegurar que el congreso sea un éxito”, destaca el presidente de EFPA España.

Objetivo: Málaga

Como comparten desde la organización, cada edición del EFPA Congress supone un salto respecto al congreso predecesor. En primer lugar, cualitativo, en cuanto al nivel de los ponentes y expertos que participan en el mismo. Pero también cuantitativo, puesto que cada vez son más los profesionales que acuden, las entidades que participan de forma activa, los partners involucrados y la cobertura mediática que se despliega. “Estamos convencidos de que

en Málaga sobrepasaremos las cifras de asistencia de anteriores citas, superando los 1.200 profesionales inscritos”, concluye Satrustegui. Por su parte, Andrea Carreras-Candi, directora de EFPA España, tiene una visión clara de lo que quiere ser el próximo EFPA Congress: “Un espacio en el que los profesionales, además de formarse en temas de actualidad financiera, podrán intercambiar ideas, hacer *networking*, conocer las últimas novedades en productos financieros y generar sinergias con toda la industria”. En las próximas semanas la organización lanzará el primer borrador. “La idea es tratar temas de actualidad como Inteligencia Artificial, Biodiversity Finance, fiscalidad europea, psicología del inversor español, entre otros”, avanza la directora de EFPA España. ●

La primavera malagueña: trío de eventos de referencia

→ De marzo a abril, Málaga acogerá tres de los eventos más importantes del próximo año. El EFPA Congress es uno de ellos, sumándose a una destacada lista de citas de gran prestigio con el Festival de Cine de Málaga a la cabeza y el no menos esperado Foro

Europeo para la Ciencia, Tecnología e Innovación, Transfiere, el principal encuentro de I+D+i del Sur de Europa. Un trío de ases que entre marzo y abril del próximo año llevarán el nombre de Málaga hasta lo más alto en sus diferentes campos. ✨

nombramientos

Lo de **Javier de Moragas (EIP)** con los mercados fue algo más que vocacional. Fue precoz: “Desde jovencito estaba algo obsesionado con los mercados financieros”. Y cuando dice jovencito, es literal. A los 15 años compró varias acciones del Euro Stoxx 50 y desde entonces se empezó a interesar seriamente por este mundo. Su destino estaba escrito: se matriculó en Economía. Allí le regalaban *The Financial Times*. “La guinda del pastel”, recuerda con cariño. El sector financiero ha conseguido lo más difícil: “que no me aburra”. Cuando uno habla con Javier sabe que está ante un asesor dinámico e inquieto por naturaleza. “No soy hiperactivo, pero casi”, confirma. Una persona con energía que se apunta, sin pensarlo dos veces, a cualquier plan deportivo o que implique estar al aire libre.



Asesor financiero por naturaleza

Natural de Barcelona, vivir en Madrid le ha privado de su gran pasión, el surf, aunque lo compensa con su *skate Penny*. Esta profesión, confiesa, le brinda “la oportunidad de crecer y aprender constantemente. Cada día es un reto que permite poner a prueba los conocimientos adquiridos”. De su trayectoria, destaca su paso por **Altamar**

Global Investments, donde creció profesional y personalmente. Hoy da el paso en **Nordea Asset Management**, un reto que valora de forma especial pues “uno no siempre la tiene la oportunidad de incorporarse al equipo de una gestora internacional

con tan buena reputación”. Tiene claro cuáles son sus objetivos: Estar a la altura y seguir dando un servicio excelente a sus clientes. Y eso significa no estancarse, algo que consigue en su trabajo, para lo que no duda en parafrasear al personaje de Billie Beane (Brad Pitt) en la película *Moneyball*: adaptarse o morir. Javier de Moragas nos deja una lección financiera que resume conceptualmente: los huevos y la cesta. “Nunca los metas todos en la misma”, añade efusivamente. Entre sus lecturas recurrentes figuran “El arte de la guerra”, de Sun Tzu, y “Cómo ganar amigos e influir sobre las personas”, de Dale Carnegie. Si algo le motiva es seguir creciendo e, igual de importante, mejorar el futuro, porque se siente muy joven y sabe con seguridad que le queda mucho por recorrer y cosas por hacer. ✨

Algo más que una vocación

● Acumula 17 años de experiencia en entidades como **Citibank**, **Deutsche Bank** y **Bankinter**. Pero la inquietud y sus ganas de centrarse en la búsqueda pura de gestión patrimonial han llevado a **ANA MARÍA GARCÍA SERRANO (EFA)** hasta **Mutuactivos**. Es su vocación desde pequeña, y eso que su madre le decía que el mundo de la bolsa era algo complejo y que no entendía nadie.

“Quizá por eso fue lo que más me llamó la atención y quise aprender”, recuerda. Estudió Empresariales en la UCM, se certificó como EFA y ESG, además de estudiar gestión de carteras en AFI y análisis técnico y fundamental en IEB. ¿Dedicarse a otra cosa? “Nunca, mi profesión es vocacional y la disfruto cada día”, afirma. El contrapunto



a esta pasión lo encuentra paseando por la montaña, montando en bici y pasando tiempo con familia y amigos. Su

lección financiera de cabecera: ser paciente. Quizá por eso Benjamin Graham sea uno de sus autores de referencia, junto con Yuval Noah Harari, de quien recomienda “21 lecciones para el siglo XXI”.



Si quieres conocer más en profundidad a los protagonistas de este número, accede a través de este QR a la revista digital de Asesores Financieros, donde encontrarás más detalles y otros nombramientos destacados.

Desde la mejor ciudad del mundo

● Empezó a trabajar en 1999 en **Safei Inversiones**. Un año después, se incorporó a **Banco Urquijo**. En 2006, lo hizo en **Citibank** para gestionar clientes UHNW (Ultra High Net Worth) dirigido a perfiles con un patrimonio mínimo estimado de 25 millones de euros. Pero llegó un momento de inflexión, en el que, tras analizar varias alternativas, **PEDRO TAMARIT (EFA)** decidió trabajar en la oficina de Valencia de **Mirabaud**. Lo que más le gusta: la estrecha relación que acaba teniendo con los clientes y la confianza que depositan en él. Define su profesión como aquella que le obliga a estar constantemente actualizado en



multitud de ámbitos: regulatorios, de mercado, fiscales, geopolíticos, macro, nuevas tendencias, etc. Y ese dinamismo lo mantiene muy activo.

Tamarit vive en Valencia, la mejor ciudad del mundo para vivir según la revista Forbes -y según él mismo-. Apasionado de la náutica y los coches clásicos, recuerda perfectamente la quiebra de Lehman Brothers, acontecimiento que ha fijado en él una máxima: "la seguridad debiera ser el punto de partida a la hora de asesorar un patrimonio familiar".



Entre Coco Chanel y Benjamin Graham

● ¿Qué tienen en común Coco Chanel y Benjamin Graham? A simple vista, puede que poco. Pero son dos referencias para **BEATRIZ CORROCHANO (EFA)**. De la primera nos comparte una lección, no estrictamente financiera: "La mejor forma de ser irremplazable es buscar siempre ser diferente". Del segundo, no duda en afirmar que es su autor de cabecera, con el que

comparte una gran parte de su filosofía de inversión. Corrochano inicia ahora una nueva etapa en **Metagestión**. Un cambio que, como explica, ha llegado en "el momento adecuado". Por delante, una mayor responsabilidad, la posibilidad de gestionar un equipo y desarrollar plenamente lo que para ella es una pasión: los mercados. Analizarlos es una experiencia que la sigue fascinando cada día. Beatriz, que inició su andadura "siendo una niña", con 22 años, en **Eurocaja Rural**, donde tras unas prácticas vieron el interés que los mercados despertaban en ella. Tras estudiar ADE, se hizo con la titulación de "trader de bolsa" a través de una agencia británica y posteriormente se hizo con el EFA. Su pasión le viene desde pequeña: "Siempre he tenido a mi padre como referencia, por lo que nunca me he planteado otra cosa que no fuera esta".



Caixabank, Banco Santander, Caja de Ingenieros o Deutsche Bank son algunas de las entidades por las que ha pasado y crecido profesionalmente **ANTONIO CAZORLA (EFA)** a lo largo de una trayectoria de más de dos décadas. Ahora inicia un nuevo proyecto. Lo hace en su ciudad, Madrid, de la que no duda en señalar que lo tiene todo. "Sinceramente, solo nos falta tener mar", opina orgulloso. Allí establecerá un nuevo proyecto



Alguien en quien confiar

de banca privada ampliando la base de clientes que **Caja Rural Granada** tiene, asesorando a los ya existentes. Las cosas como son, Antonio disfruta del trato directo, gestionando carteras de clientes y diseñando productos a medida. Sabe que es una gran responsabilidad, algo que le motiva y que describe como "edificante". Uno de los aspectos que más le gustan es sentir que las personas confían en él, "hasta el punto de delegar su patrimonio".

Su vocación la descubrió al entrar en la universidad y, aunque llegó a hacer prácticas de marketing en empresas del sector del automóvil y textil, no dudó en probar en banca. "Y no me equivoqué. Me conquistó". Fuera del trabajo, hay vida y mucha. Viajar, jugar a pádel, leer, ir al cine, pasar, en definitiva, tiempo con la familia y amigos. Aunque hay una afición para la que ya se está conjurando: el golf.

nombramientos

En los juegos infinitos de la vida

Con apenas 21 años, **Juan Antonio Losana (EFA)** pasó a formar parte del equipo de **Eurocaja Rural**. A los 24 le confiaron la dirección de una oficina. La cosa no debió ir mal, ya que durante los siguientes años pudo asumir mayores retos y responsabilidades en oficinas más grandes. Han pasado 19 años e inicia una nueva etapa en **Metgestión**, un proyecto del que se enamoró “a primera vista”. Su principal función es la de gestionar

el patrimonio de sus clientes, a través de productos propios y de terceros. Disfruta mucho con todo el proceso, desde las reuniones con clientes y encuentros con otros profesionales del sector, hasta la parte más técnica como el análisis y selección de activos. Su pasión por los mercados financieros arranca en el instituto, cuando un profesor de economía le supo transmitir la pasión que él mismo sentía por

los mercados financieros. Desde Talavera de la Reina, donde reside, se define como incansable viajero, y termina poniendo en valor no una lección financiera, sino un concepto: el de ‘juegos infinitos’, que trata de aplicar no solo a finanzas, sino también a las relaciones y a, prácticamente, cualquier faceta de la vida. “En los juegos infinitos el objetivo no es ganar sino mantenerte en el juego indefinidamente, tratando



de disfrutar del proceso. No es una meta, es el camino. Esto –explica– genera sentimiento de crecimiento, de creación de relaciones duraderas, visión largo placista, libertad, etc.”.

Un proyecto milimétricamente a medida

→ “El riesgo viene de no saber lo que estás haciendo”, es la cita célebre que pone en valor **JOSÉ ANTONIO AMADO (EFP)**. Hasta su reciente incorporación como director de Wealth Management en **DPM Finanzas**, Amado había desarrollado toda su trayectoria en **Banc Sabadell**, donde ha forjado un carácter afable, empático, profesional y exigente. Tras conocer -y coincidir repetidas veces- con Carlos Farrás, socio fundador de DPM Finanzas, dio el paso. “Teníamos el mismo punto de vista sobre cómo debe ser el servicio de asesoramiento financiero”, recuerda. Y una



máxima: defender el interés del cliente. Tras varias conversaciones, asumió el reto: emprender un nuevo proyecto que se ajusta “de forma milimétrica” a sus objetivos profesionales y personales. Licenciado en ADE, fueron las asignaturas relacionadas con la dirección financiera y los mercados las que despertaron su interés, que apuntaló con un máster en Dirección Inmobiliaria. Le sirvió para tener un conocimiento mayor de una clase de activo que, en mayor o menor medida, todos los clientes con los que trabaja poseen.



Hacia arriba en el sector y más allá

● **LAURA LACALLE (EFA)** empezó como ingeniera en la emblemática empresa de ascensores OTIS. Pero si algo la empujaba ‘hacia arriba’, era la posibilidad de adentrarse en el ámbito de los mercados financieros. Y lo hizo. Se formó y comenzó una nueva etapa como gestora discrecional de carteras y SICAVs en **Sabadell Urquijo**. Tras cuatro años, emprende ahora un nuevo camino en **Caixabank AM** dentro del equipo de gestión alternativa. Lo que más le gusta es reunirse con los gestores de los fondos, para que le cuenten su visión de los mercados y cómo implementan esa visión en sus decisiones de gestión. Para Lacalle, esta profesión le ofrece la posibilidad de “estar siempre conectada con el mundo”. No fue un chispazo, sino que su amor por las finanzas se cocinó a fuego lento. “Fue un proceso de menos a más que se fue fraguando lentamente hasta que abandoné por completo la ingeniería”, comparte esta apasionada de la lectura y de devorar todas las series nuevas que descubre. Su máxima financiera: “invertir requiere disciplina y paciencia”. ●



La fortaleza del compromiso

Utmost Wealth Solutions trabaja desde hace más de 25 años con asesores y gestores profesionales para brindar soluciones excepcionales basadas en seguros que ayudan a nuestros clientes a preservar su patrimonio para las siguientes generaciones.

Nuestro éxito se basa en cuatro pilares fundamentales: una robusta solidez financiera, una cultura dinámica, los valores de nuestro equipo humano, y una gestión de negocio basada en la sostenibilidad.

Estamos comprometidos a ayudarle para asegurar su futuro financiero.

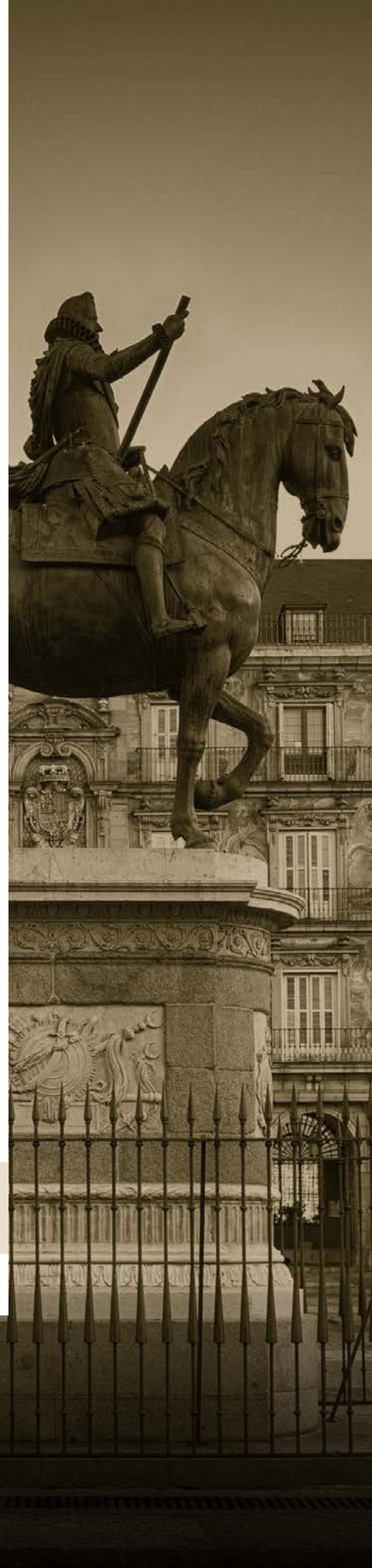
utmostinternational.com

REINO UNIDO | IRLANDA | GUERNSEY | ISLA DE MAN
HONG KONG | SINGAPUR | SUIZA | DUBAI

Utmost Wealth Solutions es una marca comercial utilizada por varias compañías del Utmost Group. Este documento ha sido preparado por Utmost PanEurope dac.

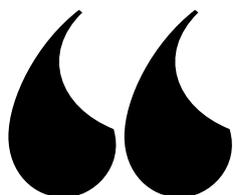
Utmost PanEurope dac es una entidad supervisada y regulada por el Banco Central de Irlanda. Utmost PanEurope dac es una *designated activity company (dac)* domiciliada en Irlanda con número 311420 y con domicilio social en Navan Business Park, Athlumney, Navan, Co. Meath C15 CCW8, Irlanda.

Utmost PanEurope dac está debidamente autorizada para la prestación de la actividad de seguros de vida en España en régimen de libre prestación de servicios, estando registrada a estos efectos en el Registro de Compañías de Seguros y Reaseguros de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en España con el número L0466.



El riesgo de la complacencia

JOSEP SOLER*



La amenaza de la Comisión Europea de prohibir las retrocesiones, y con ello el modelo actual mayoritario de distribución de productos de inversión, ha monopolizado los meses de retrasos en la publicación del proyecto europeo de Estrategia de Inversión Minorista (RIS),

que finalmente conocimos este mayo. Salvado este peligro, que seguramente hubiera tenido severísimas implicaciones para el asesoramiento financiero, el segundo riesgo es el de la complacencia y el de seguir entendiendo el sector de la inversión de particulares con un *business as usual*.

Nuestro día a día, con la necesidad de afrontar los retos profesionales, interpretar el entorno, asignar activos, ajustar temas fiscales y legales, planificar, recomendar carteras específicas y empatizar con los clientes, es ya suficientemente complejo como para tener la tentación de desentendernos de otras preocupaciones derivadas del panorama global del ahorro y de la inversión minorista en Europa.

La lectura del memorándum introductorio del citado proyecto de Estrategia de Inversión Minorista ayuda a vencer esta posible complacencia. Pocas veces un texto legal, o si se quiere la exposición de motivos de un texto legal, ha sido tan clarividente y de expresión tan contundente como en esta ocasión, y creo que no

exagero si digo que los asesores estamos especialmente interpelados.

Citemos algunas de las características del mercado de inversión minorista en Europa, que en España están aún más acentuadas. Ante todo, el ahorro europeo tiene un nivel desproporcionado de colocación en cuentas, depósitos y activos de rendimiento negligibile, y en consecuencia una baja presencia en los mercados de capitales, especialmente de renta variable. Actualmente, la situación ha empeorado: tras años de represión financiera y de casi nulo interés de este ahorro, la inflación y la mínima retribución del pasivo bancario, está generando una desvalorización sangrienta de este ahorro penalizado por la pérdida de poder adquisitivo. Derivado de lo anterior, dos mayores consecuencias: la primera, un insuficiente rendimiento de los esfuerzos ahorradores de los particulares para sus objetivos de complementar las pensiones públicas amenazadas en su sostenibilidad. La segunda, la incapacidad de la economía europea de dotarse de una fuente alternativa a la bancaria de financiación a pymes, que debería nutrirse precisamente de un superior nivel de acceso del inversor particular a los mercados de capitales, como se produce en los EE.UU.

Hemos de compartir las razones detectadas de esta enrocada situación que cita la Comisión Europea: asimetría informativa y dificultad para acceder a información comprensible, agravada por la baja cultura financiera; riesgos de verse influenciados por consejos sesgados y excesiva presencia de conflictos de interés; y unos costes demasiado elevados.

Decir que, si en el diagnóstico el proyecto aparece lúcido, las medidas son confusas, insuficientes y probablemente temporales.

Las verdaderas soluciones deberán venir de profesionales y entidades. Reconociendo la situación y asumiendo los retos.

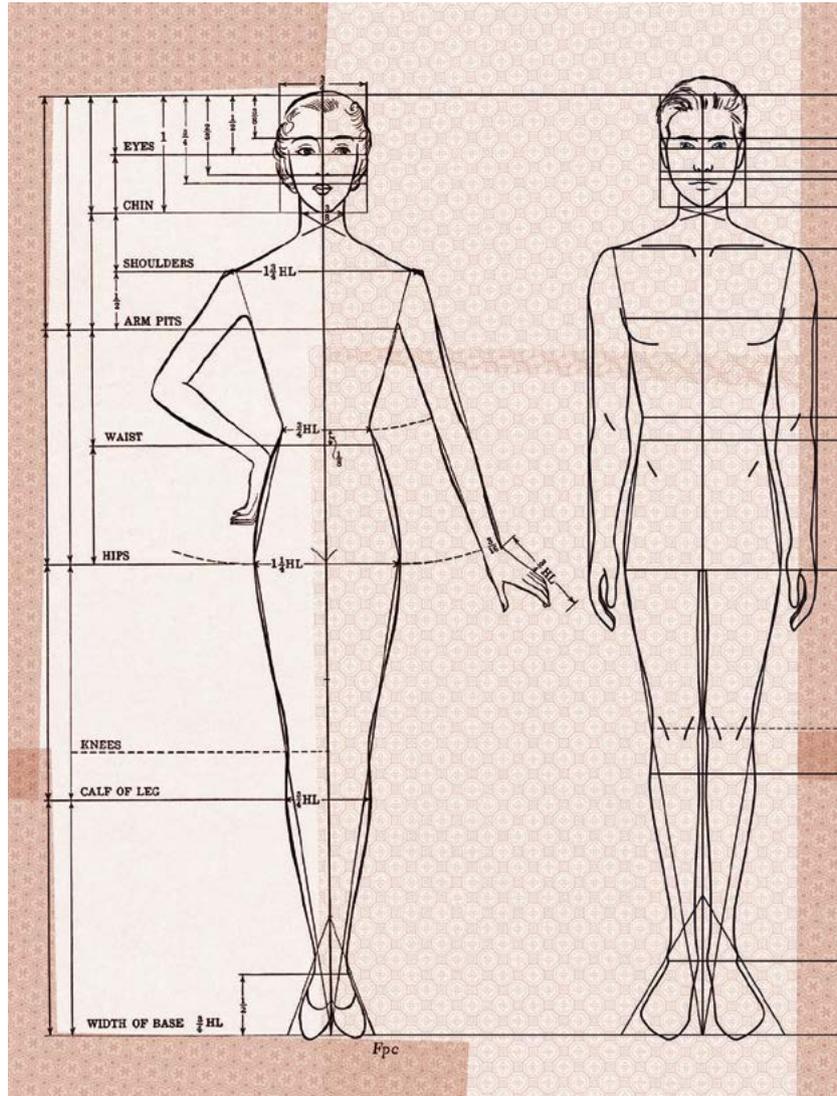
Tareas no fáciles. ●



*Delegado ejecutivo EFPA España y editor de Asesores Financieros EFPA.

Hacemos trajes a medida.

Únete a **Caser Asesores Financieros** e incorpórate a nuestro modelo de asesoramiento, **flexible, transparente y solvente.**



*Es una forma de hablar, pero cuando decimos que hacemos trajes a medida, es porque en **Caser Asesores Financieros** ponemos a tu disposición todo lo que necesitas en cada momento para ofrecer el mejor servicio a tus clientes. Conócenos y forma parte de nuestro Equipo de Asesores Financieros con presencia en toda España.*

Únete a nosotros en
caserasesoresfinancieros.es



Cuando los
expertos
colaboran,
se obtienen
grandes
resultados



Juntos, somos expertos
en renta variable, renta fija,
ASG, inversión temática
e inversiones alternativas.

Descubra
The Expert Collective

> IM.NATIXIS.COM