

Gestion@

Mayo/Junio 2019

Publicación
bimestral exclusiva
para inversores

Oportunidades de fondo

4 razones por las que las compañías familiares obtienen mejores resultados en el largo plazo



Existen varios motivos que sustentan el hecho de que este tipo de empresas ofrezcan un mejor comportamiento bursátil, y todas ellas están relacionadas con la generación de valor y la preservación del capital. A continuación, trataremos de agrupar las principales características en términos históricos que han permitido alcanzar la excelencia en los supervivientes.

1. En primer lugar, existe **una alineación de intereses entre la familia propietaria y los accionistas minoritarios**. Muchas de estas compañías han pasado de padres a hijos, y el objetivo de estos últimos es seguir construyendo valor para las generaciones futuras. De lo contrario, se puede incurrir en el riesgo de que existan grupos de interés en el accionariado –fondos de capital privado, participaciones gubernamentales, etc.– con objetivos diferentes.

Ejemplo. Henkel fue fundada en 1876 por tres familias, aunque dos años después Fritz Henkel se convirtió en su único propietario. A pesar de haber pasado dos guerras mundiales y varias crisis económicas, sus productos se encuentran en la mayoría de supermercados de todo el mundo. La familia Henkel conserva el 61% de los derechos de voto 141 años después.

Oportunidades de fondo

2. **El cortoplacismo es uno de los grandes enemigos del inversor.** En muchos casos, el equipo directivo está incentivado para hacer que la empresa crezca aun a costa de sacrificar la rentabilidad, la generación de caja y/o el retorno sobre el capital empleado. Este tipo de prácticas suele traducirse en una destrucción de valor para el accionista a largo plazo. El hecho de que una familia sustente la **visión estratégica de la compañía** reduce y minimiza dicha posibilidad.

Ejemplo. LVMH, participada por la familia Arnaud, es uno de los paradigmas de los beneficios de la visión a largo plazo. En las últimas décadas, la compañía ha conseguido situarse como la mayor empresa en el sector de lujo del mundo gracias a un conjunto de adquisiciones (Loewe, Bulgari, Fendi, etc.) y a una gestión corporativa centrada en el crecimiento rentable a largo plazo.

3. Otro componente a destacar es el **bajo riesgo financiero**, entendido como endeudamiento excesivo, que las compañías familiares suelen asumir. El endeudamiento y los costes de la deuda pueden suponer una enorme losa capaz de hacer quebrar un modelo de negocio. En cambio, el carácter conservador y la preservación del capital suelen ser denominador común en la mayoría de empresas familiares.

Ejemplo. Inditex ha sido capaz de desarrollar un modelo de crecimiento global, abriendo más de 7.000 tiendas en todo el mundo, sin necesidad de mantener una posición financiera en la que la deuda supere la caja durante los últimos 15 años.

4. Sin embargo, **la reinversión en el negocio acostumbra a ser elevada**, ya que las familias suelen conocer perfectamente el negocio en el que desarrollan su actividad, así como las oportunidades que se generan en el mercado, ya sea de forma orgánica o inorgánica, consiguiendo retornos sobre el capital invertido por encima de los que sus competidores suelen ofrecer y beneficiándose así del interés compuesto a largo plazo.

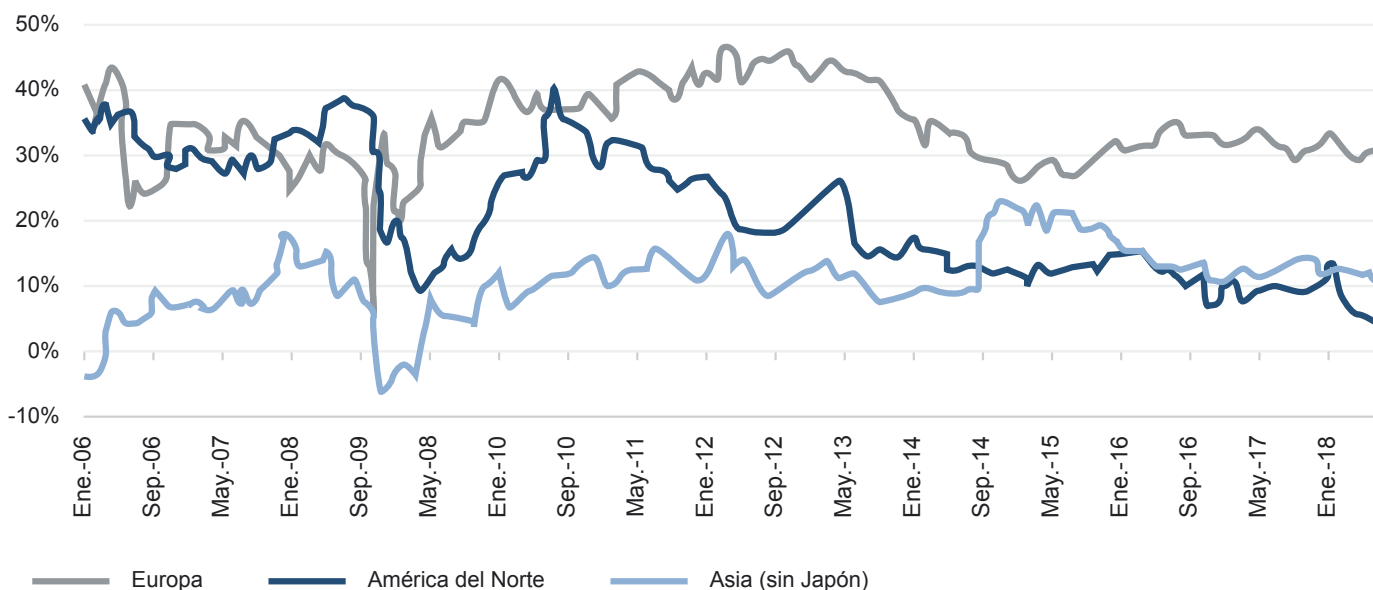
Ejemplo. Roche, una de las empresas más importantes de su sector, reinvierte un 18% de sus ingresos en investigación y desarrollo y se sitúa como la primera compañía del mundo puramente farmacéutica en este sentido. Este hecho le ha permitido mantener posiciones de liderazgo, además de crear una barrera de entrada difícilmente superable por sus competidores.

Tal y como demuestran diversos estudios empíricos, el crecimiento de los ingresos es mayor, los márgenes son mejores, la generación de caja es superior y los balances están más saneados.

Obviamente, todas las anteriores características no pasan desapercibidas por el mercado. Por ello, **esta tipología de empresas suele cotizar en promedio con una prima superior al 10%, siendo Europa el caso extremo donde las valoraciones llegan a ser hasta un 40% superiores a las del promedio del mercado.**

Oportunidades de fondo

Prima de las empresas familiares por región



Fuente: Credit Suisse

Fondo a fondo

CI Global

El fondo aplica un proceso de inversión centrado en la **selección de negocios que posean ventajas competitivas sostenibles y estables a largo plazo**, pero que a la vez estén expuestos a fuertes **tendencias de crecimiento**, como, por ejemplo, el envejecimiento poblacional en países desarrollados, el aumento de la clase media y la urbanización en países emergentes o la digitalización y la automatización de procesos.



Desde un punto de vista cuantitativo, destaca la preferencia sobre empresas que tengan **una elevada generación de caja**, que obtengan unos **retornos sobre los recursos empleados mayores que el coste del capital**, que tengan un **bajo apalancamiento** y que cuenten con una solidez de balance cimentada en activos tangibles.

Bajo las anteriores características, desde un punto de vista de estilo, el CI Global se define como un **fondo GARP (crecimiento a precio razonable, en sus siglas en inglés)**, lo que se traslada a una cartera con unas valoraciones muy razonables (16,9 veces PER estimado), un nivel de apalancamiento muy controlado (deuda total sobre activos totales del 15,5%) y unos retornos sobre el capital muy superiores al MSCI World (12,27% frente a 5,95%), lo que denota su gran atractivo como inversión a largo plazo.

Fondo a fondo

La cartera mantiene un posicionamiento geográfico que destaca por la sobreponderación en Europa y países emergentes, mayormente en Asia, mientras que infrapondera EE.UU. Este posicionamiento pivota sobre la convicción de que el binomio rentabilidad-riesgo ofrece mejores oportunidades para los próximos años en compañías no americanas.

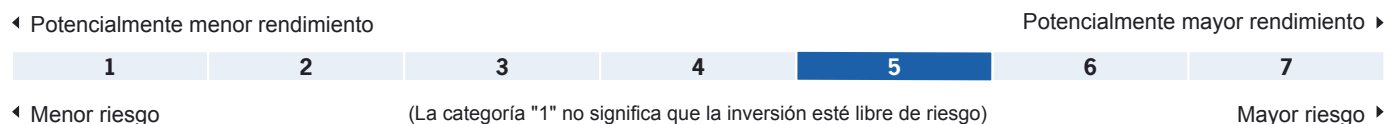
El fondo tiene en cuenta criterios de inversión responsable en la selección de todas sus inversiones e invierte en compañías que tengan en cuenta su impacto medioambiental, social y de gobierno corporativo.

A consecuencia de lo anterior, el [CI Global](#) obtiene la máxima calificación de sostenibilidad por [Morningstar](#) al cierre de abril de 2019, por lo que se reconoce la calidad en las métricas ASG de las compañías en las que invierte y la excelencia en la gestión de sus riesgos y oportunidades de ASG.

Top 10	Peso
Walt Disney	3,61%
S&P Global	3,58%
Apple	3,44%
Microsoft	3,37%
Kingspan Group	3,33%
Digital Realty Trust	3,19%
Novo Nordisk	3,04%
Roche Holding	3,04%
Booking Holdings	3,02%
Taiwan Semiconductors	3,00%

Fuente: Caja Ingenieros Gestión. 16.05.2019. Pesos sobre el patrimonio.

Perfil de riesgo y remuneración



Este dato indica el riesgo del fondo y está calculado a partir de datos históricos que no constituyen una indicación fiable del futuro perfil de riesgo del fondo. Asimismo, la categoría indicada puede variar a lo largo del tiempo.

Perfil de riesgo: Arriesgado

Este perfil se define como aquel en el que el inversor busca retornos significativos de sus inversiones, en un horizonte temporal a medio-largo plazo, al no tener necesidades de liquidez, y, para ello, acepta un mayor grado de volatilidad en sus inversiones, hecho que puede generar pérdidas significativas. Consulta también el folleto informativo donde se describen las tipologías de riesgo a las que puede estar sujeto este fondo de inversión.

La complacencia impulsa los activos de riesgo hasta el mes de mayo

Los índices mantienen la senda alcista iniciada a principios de año, impulsados por un entorno benévolo y acomodaticio de las políticas monetarias. La renta variable ha cerrado el mes de abril con rendimientos anuales acumulados de entre el 15 y el 20% a ambos lados del Atlántico, mientras que los mercados emergentes han logrado crecimientos de doble dígito bajo.

La estabilización temporal, tanto de la disputa comercial entre Estados Unidos y China como del *Brexit*, ha jugado a favor de las bolsas. Por un lado, el flujo de noticias relacionadas con las negociaciones llevadas a cabo entre EE.UU. y el gigante asiático fue positivo, dando a entender que la voluntad constructiva de ambas potencias prevalece e incrementando las posibilidades de llegar a un acuerdo que sería bien acogido por los agentes financieros. Por otro lado, el Consejo Europeo ha concedido una prórroga que aplaza la salida del Reino Unido hasta el 31 de octubre, hecho que aleja el fantasma de una salida desordenada.

Entorno macroeconómico

A pesar de que las principales organizaciones gubernamentales han rebajado sus perspectivas de crecimiento tanto para el presente año como para el siguiente, la caída generalizada de los índices acontecida durante la segunda mitad del 2018, así como el crecimiento de los beneficios empresariales esperados para el 2019, provocaron que las valoraciones implícitas al inicio del ejercicio económico fuesen atractivas y animasen a los inversores a incrementar su exposición a activos de riesgo.

Los bancos centrales también han jugado un papel fundamental en este inicio de año. El Banco Central Europeo ha lanzado un mensaje *dovish* o precavido, advirtiendo de los riesgos macroeconómicos y manteniendo sin cambios los tipos de interés de referencia hasta, al menos, finales del 2019, además de anunciar un nuevo TLTRO para el presente año. La tasa de crecimiento de la inflación interanual, medida a través del IPC, se situó en el 1,4% y en el 0,8% en términos subyacentes –excluyendo la energía, los alimentos frescos, el alcohol y el tabaco–, lejos del objetivo de situarla “en un nivel inferior, aunque próximo, al 2% a medio plazo”. En este sentido, las expectativas de subidas de tipos de interés a corto plazo se mantienen en mínimos.



Análisis de mercados

Por su parte, J. Powell, presidente de la Reserva Federal, ha reiterado su mensaje acomodaticio dejando claro que será “paciente” a la hora de subir los tipos de interés y que adaptará la política monetaria a los datos macro. Además, ha anunciado el final de la reducción del balance iniciada en octubre del 2017 para septiembre del presente año. A pesar de la magnífica salud del mercado laboral estadounidense, con una tasa de desempleo no vista desde la década de los sesenta, la inflación se mantiene controlada en el entorno del 2%. Una vez más, los bancos centrales han mostrado su perfil data-dependiente al aliviar la presión que una hipotética subida de tipos infringiría en los mercados.

A colación, los bonos gubernamentales han continuado su movimiento contractivo iniciado en la segunda mitad del 2018, impulsados por los continuos aplazamientos en lo que a incrementos de los tipos de interés se refiere. Así pues, el rendimiento del bono a 10 años alemán se estrechó en 17 puntos básicos entre el cierre de febrero y el de abril, y situó su rendimiento en el 0,013%. Asimismo, el bono español a 10 años finalizó dicho período en 1,001% desde 1,173%, por lo que la prima de riesgo apenas ha sufrido cambios significativos, y se situó en el entorno de los 95-120 puntos básicos desde la segunda quincena de enero. Finalmente, el Treasury también ha seguido corriendo en precio al haber estrechado su rendimiento en 19 puntos básicos hasta situarse en el 2,525%.

Resultados empresariales

La temporada de resultados correspondiente al primer trimestre del 2019 está siendo moderadamente positiva en Europa, mientras que en Estados Unidos los datos publicados han superado unas expectativas que ya eran alcistas de por sí. Empezando por el Viejo Continente, con el 56% de las compañías que conforman el Euro Stoxx 600 habiendo presentado resultados, el crecimiento de las ventas se ha situado en el 2,1% (-0,6% vs. estimado), mientras que el beneficio por acción conjunto ha escalado un 4,2% (-0,7%); por tanto, si bien los resultados son correctos, se han situado en niveles ligeramente inferiores a los estimados por el consenso. Por otro lado, ha habido mucha polarización en términos sectoriales: de entre los contribuidores destacan salud, tecnología e industrial, mientras que los principales detractores han sido petróleo y gas, junto con materiales básicos.

En Estados Unidos, el 79% de las compañías del S&P 500 han publicado resultados al cierre del presente informe. El crecimiento de las ventas ha sido del 4,6% (tal y como se esperaba), mientras que los beneficios han crecido a ritmos del 7,1% (+12,0%). Por el lado positivo destacan los sectores de salud, servicios al consumidor y tecnología, mientras que en el otro lado de la balanza se sitúa petróleo y gas, junto con utilities y telecomunicaciones. Por último, merece la pena destacar que un porcentaje relevante de compañías han señalado que esperan que el crecimiento se acelere durante la segunda mitad del año.

Renta Variable

Enlazando con los resultados empresariales, los índices de renta variable han avanzado a ritmos de doble dígito en lo que va de año, superando máximos históricos en el caso del S&P 500. El Euro Stoxx 50 ha subido un 6,6% durante los dos últimos meses y ha situado su rendimiento anual en el 17,1%. En España, el IBEX 35 se ha revalorizado un 3,2% para alcanzar el 12,1% desde el cierre del 2018.

Análisis de mercados

En EE.UU., el S&P 500 ha registrado una subida del 5,8% en marzo y abril y del 17,5% desde principios de año. Por su parte, el Dow Jones Industrial Average y el Nasdaq se han apreciado un 2,6% y un 7,5%, respectivamente, y han logrado rentabilidades acumuladas del 14,0% y del 22,0%. Finalmente, el desempeño de los mercados emergentes, medidos a través del MSCI Emerging Markets, ha sido equivalente al 2,7% en el periodo y del 11,8% desde que se inició el año.

El comportamiento de las materias primas ha sido dispar. El Brent ha continuado el *rally* que protagonizó en enero y febrero al haber subido un 10,2% en marzo y abril, para situarse en 72,8 USD/barril, por lo que continúa aproximándose a los 86 USD/barril registrados en octubre del 2018. En cambio, el oro ha cedido un -2,3% durante los dos últimos meses, en consonancia con el apetito inversor por los activos de riesgo, y ha situado el precio por onza en 1.283 USD, niveles prácticamente idénticos a los del inicio del 2019.

breves >

Xavier Fàbregas, Director General de Caja Ingenieros Gestión, ponente en la jornada 'ESG: la sostenibilidad es el futuro'

Xavier Fàbregas, Director General de Caja Ingenieros Gestión, participó el pasado mes de marzo como ponente en la sesión 'ESG: la sostenibilidad del futuro', organizada en Barcelona por CFA Society Spain, a la que asistieron profesionales de referencia en el ámbito de la inversión socialmente responsable.

Durante la ponencia se plantearon varios retos que deberá afrontar la sociedad en general y la industria de gestión de activos en particular si realmente el objetivo es alinear objetivos de la industria con objetivos de ámbito general, como por ejemplo:

- (1) [El Acuerdo de París](#) (2015), que marcó un nuevo rumbo para la economía mundial basado en una sociedad baja en carbono.
- (2) [Los Principios de Inversión Responsable](#) (PRI), que promueven la aplicación de criterios extrafinancieros por parte de gestoras de activos en los procesos de inversión.
- (3) [Los Objetivos de Desarrollo Sostenible](#) (ODS), promovidos por Naciones Unidas y que constituyen una hoja de ruta para individuos, empresas y gobiernos.

Adicionalmente, Xavier Fàbregas también explicó, entre otros temas de interés, el modelo propio de gestión de integración de factores ASG dentro del proceso de inversión y detalló las ventajas de forma empírica que aporta la gestión socialmente responsable dentro de la gestión de carteras.

Estrategias ISR: inversiones en temáticas de sostenibilidad

Es un tipo de política de Inversión Socialmente Responsable que se dirige a la inversión en sectores o temáticas específicos con externalidades positivas en aspectos sociales y/o medioambientales, como por ejemplo energías renovables, infraestructuras sostenibles, gestión del agua o gestión de residuos, entre otros.

En algunos casos también se las denomina **inversiones de impacto**.

Fuente: Manual de la Inversión Socialmente Responsable, Spainsif

Los informes proporcionados por el Grupo Caja de Ingenieros se han elaborado con carácter informativo a partir de fuentes públicas consideradas fiables, y no constituyen una oferta de compra o venta de los fondos de inversión que se mencionan. El Grupo Caja de Ingenieros no garantiza que dicha información sea exacta, cierta, completa o actualizada y no asume ninguna responsabilidad derivada de su utilización. Las rentabilidades pasadas no implican rentabilidades futuras. El inversor puede recuperar una cantidad inferior a su inversión inicial. Algunos fondos de inversión conllevan riesgos específicos, por lo que los inversores deben tomar sus propias decisiones basadas en la documentación oficial registrada y utilizar los asesores independientes que consideren necesarios.
