

Gestion@

Maig/June 2019

Publicació
bimestral exclusiva
per a inversors

Oportunitats de fons

4 raons per les quals les companyies familiars obtenen millors resultats a llarg termini



Hi ha diversos motius que sustenten el fet que aquest tipus d'empreses ofereixin un millor comportament borsari, i tots aquests motius estan relacionats amb la generació de valor i la preservació del capital. Tot seguit provarem d'agrupar les principals característiques en termes històrics que han permès assolir l'excel·lència en els supervivents.

1. En primer lloc, hi ha **una alineació d'interessos entre la família propietària i els accionistes minoritaris**. Moltes d'aquestes companyies han passat de pares a fills, i l'objectiu d'aquests últims és continuar construint valor per a les generacions futures. En cas contrari, es pot incórrer en el risc que hi hagi grups d'interès en l'accionariat –fons de capital privat, participacions governamentals, etc.– amb objectius diferents.

Exemple. Henkel va ser fundada el 1876 per tres famílies, encara que dos anys després Fritz Henkel es va convertir en el seu únic propietari. Malgrat haver passat dues guerres mundials i diverses crisis econòmiques, els seus productes es troben en la majoria de supermercats d'arreu del món. La família Henkel conserva el 61% dels drets de vot 141 anys després.

Oportunitats de fons

2. El curterminisme és un dels grans enemics de l'inversor. En molts casos, l'equip directiu està incentivat per fer que l'empresa creixi fins i tot a costa de sacrificar la rendibilitat, la generació de caixa i/o el retorn sobre el capital utilitzat. Aquest tipus de pràctiques sol traduir-se en una destrucció de valor per a l'accionista a llarg termini. El fet que una família sustenti la [visió estratègica de la companyia](#) redueix i minimitza l'esmentada possibilitat.

Exemple. LVMH, participada per la família Arnaud, és un dels paradigmes dels beneficis de la visió a llarg termini. Durant les últimes dècades, la companyia ha aconseguit situar-se com l'empresa més gran en el sector de luxe del món gràcies a un conjunt d'adquisicions (Loewe, Bulgari, Fendi, etc.) i a una gestió corporativa centrada en el creixement rendible a llarg termini.

3. Un altre component que cal destacar és el [baix risc financer](#), entès com a endeutament excessiu, que les companyies familiars solen assumir. L'endeutament i els costos del deute poden representar una enorme llosa capaç de fer fallir un model de negoci. En canvi, el caràcter conservador i la preservació del capital solen ser denominador comú en la majoria d'empreses familiars.

Exemple. Inditex ha estat capaç de desenvolupar un model de creixement global, obrint més de 7.000 botigues arreu del món, sense necessitat de mantenir una posició financera en què el deute superi la caixa durant els últims 15 anys.

4. No obstant això, [la reinversió en el negoci acostuma a ser elevada](#), ja que les famílies solen conèixer perfectament el negoci en el qual desenvolupen la seva activitat, així com les oportunitats que es generen en el mercat, sigui de forma orgànica o inorgànica, amb la qual cosa aconsegueixen retorns sobre el capital invertit per sobre dels que els seus competidors solen oferir i es beneficien així de l'interès compost a llarg termini.

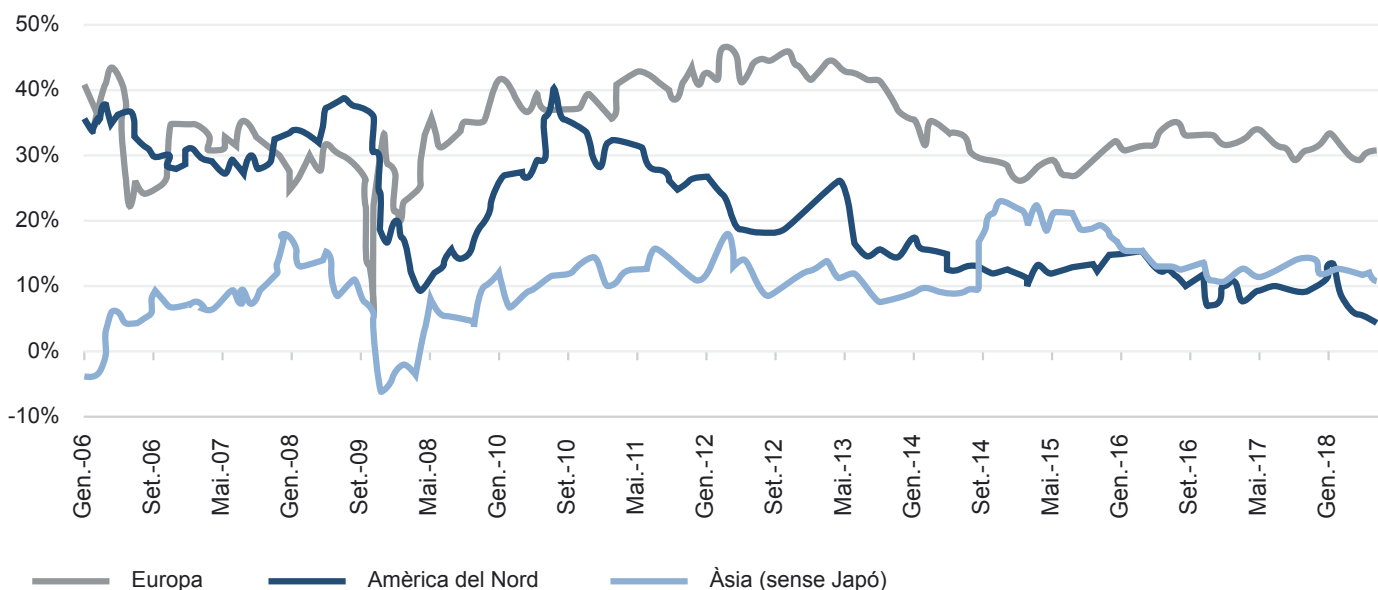
Exemple. Roche, una de les empreses més importants del seu sector, reinverteix un 18% dels seus ingressos en investigació i desenvolupament i se situa com la primera companyia del món purament farmacèutica en aquest sentit. Aquest fet li ha permès mantenir posicions de lideratge, a més de crear una barrera d'entrada difícilment superable pels seus competidors.

Tal com demostren diversos estudis empírics, el creixement dels ingressos és més gran, els marges són millors, la generació de caixa és superior i els balanços estan més sanejats.

Òbviament, totes les característiques anteriors no passen desapercebudes pel mercat. Per això, [aquesta tipologia d'empreses sol cotitzar de mitjana amb una prima superior al 10%, i és Europa el cas extrem on les valoracions arriben a ser fins i tot un 40% superiors a les de la mitjana del mercat.](#)

Oportunitats de fons

Prima de les empreses familiars per regió



Font: Credit Suisse

Fons a fons

CE Global

El fons aplica un procés d'inversió centrat en la selecció de negocis que tinguin avantatges competitius sostenibles i estables a llarg termini, però que alhora estiguin exposats a fortes tendències de creixement, com, per exemple, l'envelliment poblacional en països desenvolupats, l'augment de la classe mitjana i la urbanització en països emergents o la digitalització i l'automatització de processos.



Des d'un punt de vista quantitatiu, destaca la preferència sobre empreses que tinguin una generació elevada de caixa, que obtinguin uns retorns sobre els recursos empleats més alts que el cost del capital, que tinguin un palanquejament baix i que comptin amb una solidesa de balanç basada en actius tangibles.

Sota les anteriors característiques, des d'un punt de vista d'estil, el CE Global es defineix com un fons GARP (creixement a preu raonable, en les seves sigles en anglès), el que es trasllada a una cartera amb unes valoracions molt raonables (16,9 vegades PER estimat), un nivell de palanquejament molt controlat (deute total sobre actius totals del 15,5%) i uns retorns sobre el capital molt superiors a l'MSCI World (12,27% enfront de 5,95%), la qual cosa denota el seu gran atractiu com a inversió a llarg termini.

Fons a fons

La cartera manté un posicionament geogràfic que destaca per la sobreponderació a Europa i països emergents, majorment a Àsia, mentre que infrapondera els EUA. Aquest posicionament pivota sobre la convicció que el binomi rendibilitat-risc ofereix millors oportunitats per als propers anys en companyies no americanes.

El fons té en compte criteris d'inversió responsable en la selecció de totes les seves inversions i inverteix en companyies que tinguin en compte el seu impacte mediambiental, social i de govern corporatiu.

A conseqüència d'això, el [CE Global](#) obté la màxima qualificació de sostenibilitat per Morningstar al tancament d'abril de 2019, per la qual cosa es reconeix la qualitat en les mètriques ASG de les companyies en les quals inverteix i l'excel·lència en la gestió dels seus riscos i oportunitats d'ASG.

Top 10	Pes
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%

Font: Caixa Enginyers Gestió. 16.05.2019. Pesos sobre el patrimoni.

Perfil de risc i remuneració

◀ Potencialment menys rendiment

Potencialment més rendiment ▶



◀ Menys risc

(La categoria "1" no significa que la inversió estigui lliure de risc)

Més risc ▶

Aquesta dada indica el risc del fons i està calculada a partir de dades històriques que no constitueixen una indicació fiable del futur perfil de risc del fons. Així mateix, la categoria indicada pot variar al llarg del temps.

Perfil de risc: Arriscat

Aquest perfil es defineix com aquell en què l'inversor busca retorns significatius de les seves inversions, en un horitzó temporal a mitjà-llarg termini, en no tenir necessitats de liquiditat, i per a això, accepta un grau de volatilitat més alt en les seves inversions, fet que pot generar pèrdues significatives. Consulta també el fullet informatiu en què es descriuen els tipus de risc als quals pot estar subjecte aquest fons d'inversió.

La complaença impulsa els actius de risc fins el mes de maig

Els índexs mantenen el camí alcista iniciat a començaments d'any, impulsats per un entorn benèvol i acomodaticí de les polítiques monetàries. La renda variable ha tancat el mes d'abril amb rendiments anuals acumulats d'entre el 15 i el 20% als dos costats de l'Atlàntic, mentre que els mercats emergents han aconseguit creixements de doble dígit baix.

L'estabilització temporal, tant de la disputa comercial entre els Estats Units i la Xina com del *Brexit*, ha jugat a favor de les borses. D'una banda, el flux de notícies relacionades amb les negociacions dutes a terme entre els EUA i el gegant asiàtic va ser positiu, donant a entendre que la voluntat constructiva de les dues potències preval i incrementant les possibilitats d'arribar a un acord que seria ben acollit pels agents financers. De l'altra, el Consell Europeu ha concedit una pròrroga que ajorna la sortida del Regne Unit fins al 31 d'octubre, fet que allunya el fantasma d'una sortida desordenada.

Entorn macroeconòmic

Malgrat que les principals organitzacions governamentals han rebaixat les seves perspectives de creixement tant per a aquest any com per al següent, la caiguda generalitzada dels índexs esdevinguda durant la segona meitat del 2018, així com el creixement dels beneficis empresarials esperats per al 2019, van provocar que les valoracions implícites a l'inici de l'exercici econòmic fossin atractives i animessin els inversors a incrementar la seva exposició a actius de risc.

Els bancs centrals també han jugat un paper fonamental en aquest inici d'any. El Banc Central Europeu ha llançat un missatge *dovish* o previngut, advertint dels riscos macroeconòmics i mantenint sense canvis els tipus d'interès de referència almenys fins a finals del 2019, a més d'anunciar un nou TLTRO per a aquest any. La taxa de creixement de la inflació interanual, mesurada a través de l'IPC, es va situar en l'1,4% i en el 0,8% en termes subjacents –excloent-hi l'energia, els aliments frescos, l'alcohol i el tabac–, lluny de l'objectiu de situar-la “en un nivell inferior, encara que pròxim, al 2% a mitjà termini”. En aquest sentit, les expectatives de pujades de tipus d'interès a curt termini es mantenen en mínims.



Anàlisi de mercats

Per la seva banda, J. Powell, president de la Reserva Federal, ha reiterat el seu missatge acomodatiu deixant clar que serà "pacient" a l'hora de pujar els tipus d'interès i que adaptarà la política monetària a les dades macro. A més, ha anunciat el final de la reducció del balanç iniciada l'octubre del 2017 per al setembre d'aquest any. Malgrat la magnífica salut del mercat laboral nord-americà, amb una taxa d'atur no vista des de la dècada dels seixanta, la inflació es manté controlada en l'entorn del 2%. Una vegada més, els bancs centrals han mostrat el seu perfil data-dependent en alleujar la pressió que una hipotètica pujada de tipus infringiria en els mercats.

A col·lació, els bons governamentals han continuat el seu moviment contractiu iniciat durant la segona meitat del 2018, impulsats pels ajornaments continus pel que fa a increments dels tipus d'interès. Així doncs, el rendiment del bo a 10 anys alemany es va estrènyer en 17 punts bàsics entre el tancament de febrer i el d'abril, i va situar el seu rendiment en el 0,013%. Així mateix, el bo espanyol a 10 anys va finalitzar l'esmentat període en 1,001% des d'1,173%, per la qual cosa la prima de risc gairebé no ha patit canvis significatius, i es va situar en l'entorn dels 95-120 punts bàsics des de la segona quinzena de gener. Finalment, el Treasury també ha continuat corrent en preu en haver estret el seu rendiment en 19 punts bàsics fins a situar-se en el 2,525%.

Resultats empresarials

La temporada de resultats corresponent al primer trimestre del 2019 està sent moderadament positiva a Europa, mentre que als Estats Units les dades publicades han superat unes expectatives que ja eren alcistes de per si. Començant per l'Antic Continent, amb el 56% de les companyies que conformen l'Euro Stoxx 600 havent presentat resultats, el creixement de les vendes s'ha situat en el 2,1% (-0,6% vs. estimat), mentre que el benefici per acció conjunt ha escalat un 4,2% (-0,7%); per tant, si bé els resultats són correctes, s'han situat en nivells lleugerament inferiors als estimats pel consens. D'altra banda, hi ha hagut molta polarització en termes sectorials: d'entre els contribuïdors destaquen salut, tecnologia i industrial, mentre que els principals detractors han estat petroli i gas, juntament amb materials bàsics.

Als Estats Units, el 79% de les companyies de l'S&P 500 han publicat resultats al tancament d'aquest informe. El creixement de les vendes ha estat del 4,6% (tal com s'esperava), mentre que els beneficis han crescut a ritmes del 7,1% (+12,0%). Pel costat positiu destaquen els sectors de salut, serveis al consumidor i tecnologia, mentre que a l'altre costat de la balança se situa petroli i gas, juntament amb utilities i telecomunicacions. Finalment, val la pena destacar que un percentatge rellevant de companyies han assenyalat que esperen que el creixement s'acceleri durant la segona meitat de l'any.

Renda Variable

Enllaçant amb els resultats empresarials, els índexs de renda variable han avançat a ritmes de doble dígit des de començament d'any, superant màxims històrics en el cas de l'S&P 500. L'Euro Stoxx 50 ha pujat un 6,6% durant els dos últims mesos i ha situat el seu rendiment anual en el 17,1%. A Espanya, l'IBEX 35 s'ha revalorat un 3,2% per assolir el 12,1% des del tancament del 2018.

Anàlisi de mercats

Als EUA, l'S&P 500 ha registrat una pujada del 5,8% el març i l'abril i del 17,5% des que es va iniciar l'any. Per la seva banda, el Dow Jones Industrial Average i el Nasdaq s'han apreciat un 2,6% i un 7,5%, respectivament, i han aconseguit rendibilitats acumulades del 14,0% i del 22,0%. Finalment, l'acompliment dels mercats emergents, mesurats a través de l'MSCI Emerging Markets, ha estat equivalent al 2,7% durant el període i de l'11,8% des que es va iniciar l'any.

El comportament de les matèries primeres ha estat dispar. El Brent ha continuat el ral·li que va protagonitzar el gener i el febrer en haver pujat un 10,2% el març i l'abril, per situar-se en 72,8 USD/barril, per la qual cosa continua aproximant-se als 86 USD/barril registrats l'octubre del 2018. En canvi, l'or ha cedit un -2,3% durant els dos últims mesos, d'acord amb l'apetència inversora pels actius de risc, i ha situat el preu per unça en 1.283 USD, nivells pràcticament idèntics als de l'inici del 2019.

breus >

Xavier Fàbregas, Director General de Caixa Enginyers Gestió, ponent en la jornada 'ESG: la sostenibilitat és el futur'

Xavier Fàbregas, Director General de Caixa Enginyers Gestió, va participar el mes de març passat com a ponent en la sessió 'ESG: la sostenibilitat del futur', organitzada a Barcelona per CFA Society Spain, a la qual van assistir professionals de referència en l'àmbit de la inversió socialment responsable.

Durant la ponència es van plantejar diversos reptes que haurà d'afrontar la societat en general i la indústria de gestió d'actius en particular si realment l'objectiu és alinear objectius de la indústria amb objectius d'àmbit general, com per exemple:

- (1) [L'Acord de París](#) (2015), que va marcar un nou rumb per a l'economia mundial basat en una societat baixa en carboni.
- (2) [Els Principis d'Inversió Responsable](#) (PRI), que promouen l'aplicació de criteris extrafinanciers per part de gestores d'actius en els processos d'inversió.
- (3) [Els Objectius de Desenvolupament Sostenible](#) (ODS), promoguts per Nacions Unides i que constitueixen un full de ruta per a individus, empreses i governs.

A més, Xavier Fàbregas també va explicar, entre altres temes d'interès, el model propi de gestió d'integració de factors ASG dins del procés d'inversió i va detallar els avantatges de forma empírica que aporta la gestió socialment responsable dins de la gestió de carteres.

Estratègies ISR: inversions en temàtiques de sostenibilitat

És un tipus de política d'Inversió Socialment Responsable que es dirigeix a la inversió en sectors o temàtiques específics amb externalitats positives en aspectes socials i/o mediambientals, com per exemple energies renovables, infraestructures sostenibles, gestió de l'aigua o gestió de resi-dus, entre d'altres. En alguns casos també se les denomina [inversions d'impacte](#).

Font: Manual de la Inversió Socialment Responsable, Spainsif

Els informes proporcionats pel Grup Caixa d'Enginyers s'han elaborat amb caràcter informatiu a partir de fonts públiques considerades fiables, i no constitueix una oferta de compra o venda dels fons d'inversió que s'hi esmenten. El Grup Caixa d'Enginyers no garanteix que aquesta informació sigui exacta, certa, completa o actualitzada i no assumeix cap responsabilitat derivada de la seva utilització. Les rendibilitats passades no impliquen rendibilitats futures. L'inversor pot recuperar una quantitat inferior a la seva inversió inicial. Hi ha fons d'inversió que comporten riscos específics, motiu pel qual els inversors han de prendre les seves decisions basades en la documentació oficial registrada i utilitzar els assessors independents que considerin necessaris.
