Gestión patrimonial avanzada

Planificación patrimonial



Descargas/material complementario
www.edicionespiramide.es

Jordi Andreu Corbatón (Coord.)
Sebastián Cano Berlanga
Xema Cardona Tomás
Francisco González Navarro

PIRÁMIDE

Gestión patrimonial avanzada

Planificación patrimonial

Coordinador

JORDI ANDREU CORBATÓN

PROFESOR EN EL ÁREA DE FINANZAS DEL DEPARTAMENTO DE GESTIÓN DE EMPRESAS DE LA UNIVERSIDAD ROVIRA Y VIRGILI

SEBASTIÁN CANO BERLANGA

PROFESOR EN EL ÁREA DE TEORÍA ECONÓMICA, DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA DE LA UNIVERSIDAD ROVIRA Y VIRGILI

XEMA CARDONA TOMÁS

ECONOMISTA

FRANCISCO GONZÁLEZ NAVARRO

TRADER EN DIVISAS

Gestión patrimonial avanzada

Planificación patrimonial

EDICIONES PIRÁMIDE

COLECCIÓN «ECONOMÍA Y EMPRESA»

Director:
Miguel Santesmases Mestre
Catedrático de la Universidad de Alcalá de Henares

Edición en versión digital

Está prohibida la reproducción total o parcial de este libro electrónico, su transmisión, su descarga, su descompilación, su tratamiento informático, su almacenamiento o introducción en cualquier sistema de repositorio y recuperación, en cualquier forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, conocido o por inventar, sin el permiso expreso escrito de los titulares del copyright.

© Jordi Andreu Corbatón (Coord.), Sebastián Cano Berlanga, Xema Cardona Tomás y Francisco González Navarro, 2016
© Primera edición electrónica publicada por Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), 2016
Para cualquier información pueden dirigirse a piramide_legal@anaya.es
Juan Ignacio Luca de Tena, 15. 28027 Madrid
Teléfono: 91 393 89 89
www.edicionespiramide.es
ISBN digital: 978-84-368-3520-5

Índice

Prólogo 11

1. Gestión patrimonial *(Jordi Andreu y Xema Cardona)* 13

1.1. ¿Por qué gestionar el patrimonio? 15
1.2. Conceptos básicos 19
1.2.1. Patrimonio, servicios de orientación financiera y planificación patrimonial 19
1.2.2. Inversión y tipologías 24
1.2.3. Rentabilidad 31
1.2.3.1. Fuentes de rentabilidad 33
1.2.3.2. Cálculo de la rentabilidad 38
1.2.4. Riesgo 45
1.2.4.1. Clasificación de riesgos 45
1.2.4.2. Medidas de riesgo 61
1.2.4.3. Análisis del riesgo global de un patrimonio 67
1.2.5. Liquidez 73
1.2.5.1. Vías de liquidez y sus dimensiones 74
1.2.5.2. Medidas de liquidez 82
1.3. Pasos de una buena planificación patrimonial 88
1.4. Marco estructural de actuación 92
1.4.1. Sistema financiero 92
1.4.2. Estructura y organización de un sistema financiero 96
1.4.3. Panorámica global de los activos de inversión 118
1.5. Marco ético de actuación 121
Ejercicios. Evalúe sus conocimientos 128
Glosario 132
Bibliografía 142

© Ediciones Pirámide

2. El cliente *(Jordi Andreu)* 145

2.1. Acuerdo marco 147
2.2. Recopilación de datos 150
2.3. Determinación de la situación financiera 154
2.3.1. Perfil financiero 154
2.3.2. Flujo de dinero del sujeto 165
2.3.3. Balance patrimonial personal 185
2.3.4. Clasificación de clientes 202
2.4. Fijación de objetivos 209
2.5. Priorización de objetivos 213
Ejercicios. Evalúe sus conocimientos 224
Glosario 228
Bibliografía 231

3. La estrategia *(Jordi Andreu)* 233

3.1. Análisis global de posibilidades de actuación 235
3.2. Clasificación de opciones de actuación 237
3.2.1. Clasificación de estrategias de actuación por objetivos 237
3.2.2. Clasificación de estrategias de construcción de carteras de inversión 248
3.2.3. Clasificación de activos de inversión 263
3.2.4. Clasificación de mercados 280
3.3. Definición de la política de actuación 281
3.4. *Strategic asset allocation* (SAA) 289
Ejercicios. Evalúe sus conocimientos 304
Glosario 308
Bibliografía 320

4. La táctica *(Jordi Andreu y Sebastián Cano)* 323

4.1. *Tactical asset allocation* (TAA) y *market timing* (MT) 325
4.2. Selección de opciones de actuación 346
4.3. Implementación práctica de la estrategia y de la táctica de la planificación financiera 358
4.4. Seguimiento de la gestión patrimonial y de la planificación financiera 375
4.4.1. Importancia de la fase de seguimiento 376
4.4.2. *Performance* de una cartera y *performance attribution* 378
4.4.3. Estimación dinámica de las medidas de *performance* 388
4.4.3.1. Los cimientos matemáticos de las finanzas 390
4.4.3.2. La crítica de Mandelbrot 392
4.4.3.3. Los modelos de varianza condicionada 394
4.4.3.4. El modelo de varianza condicionada TGARCH 397
Ejercicios. Evalúe sus conocimientos 401

© Ediciones Pirámide

Glosario 405
Bibliografía 411

Anexo 413

A.1. Nociones básicas de estadística descriptiva 413
A.2. Estadística descriptiva con una variable 418
A.3. Estadística descriptiva con dos variables 426
A.4. Modelo de regresión lineal simple 429
A.5. Números índice y tasas de variación 432
A.5.1. Números índice simples 432
A.5.1.1. Índices de precios y de cantidades 432
A.5.2. Números índice complejos 433
A.5.3. Operaciones con los índices 434
A.5.3.1. Cambio de base 434
A.5.3.2. Deflactación 434
A.5.4. Tasas de variación 434
A.5.5. Índices en economía y mercados financieros 434
A.6. Variables aleatorias 436
A.6.1. Definiciones 436
A.6.2. Análisis inicial de variables aleatorias (VA) 437
A.6.2.1. Variable aleatoria discreta 437
A.6.2.2. Variable aleatoria continua 438
A.6.3. Operaciones con variables aleatorias 438
A.6.3.1. Esperanza de una variable aleatoria 438
A.6.3.2. Varianza de una variable aleatoria 438
A.6.3.3. Desviación típica o estándar de una variable aleatoria. 439
A.6.3.4. Tipificación de una variable aleatoria 439
A.6.4. Modelos de distribución de probabilidad 440
A.7. Nociones básicas de matemática financiera 444
A.7.1. Conceptos fundamentales 444
A.7.1.1. Capital financiero 444
A.7.1.2. Homogeneización de flujos 444
A.7.1.3. Descuento o actualización 444
A.7.1.4. Capitalización 444
A.7.1.5. Factor financiero 444
A.7.2. Precios y regímenes financieros 445
A.7.3. Rentas financieras 447
A.7.4. TAE 449

© Ediciones Pirámide

Prólogo

La gestión patrimonial, o *Wealth Management,* es una invitada de excepción en el mundo de las finanzas que ha venido para quedarse, y, de entre todos sus servicios y tareas, nos gustaría destacar uno, la planificación patrimonial (también llamada planificación financiera, o *Financial Planning*), labor a la que dedicaremos las páginas del libro que usted tiene entre las manos, que se encarga, ni más ni menos, de todas y cada una de las actividades relacionadas con el «dinero» con el objetivo general de mantenerlo y hacerlo crecer.

Allá por el año 2011, mientras escribíamos el manual *Introducción a la gestión patrimonial,* advertimos la falta de materiales existentes en el campo de la planificación financiera, hecho que nos llevó a plantearnos la necesidad de redactar un original que trabajara todas y cada una de las fases de la planificación patrimonial de forma sencilla pero profesional, profunda pero amena, que sirviera tanto para aquellos inversores que desean organizar mejor sus finanzas personales como para aquellos expertos que dedican su vida al asesoramiento financiero/patrimonial de terceros. Fruto de aquella voluntad creadora nació este libro, que analiza detalladamente las etapas y herramientas esenciales para llevar a cabo un *Financial Planning* profesional, que pone a su abasto todo lo necesario para triunfar en la gestión de un patrimonio.

La elaboración de este material ha sido larga y compleja, porque hemos recopilado y organizado multitud de literatura con el objetivo de presentarle un documento completo, ampliamente referenciado, del que se pudieran extraer, además, enfoques prácticos y útiles, construidos sobre sólidas bases financieras, un instrumento bibliográfico que pueda convertirse en referencia para los que empiezan su andadura en la gestión patrimonial a la vez que se vuelven un apoyo valioso para todos aquellos que ya hace tiempo que nos dedicamos a ella. Este deseo, al que hemos dedicado miles de horas, los veranos y el trabajo de los últimos cuatro años de nuestra vida, se ha materializado en este texto, que ahora compartimos con usted.

© Ediciones Pirámide

Me gustaría resaltar, adicionalmente, que la redacción de este libro ha estado repleta, como ninguna otra, de incidentes graves a los que hemos tenido que hacer frente: contratiempos familiares y personales severos, problemas de salud y lesiones importantes y el robo de los dos ordenadores en los que descansaba el trabajo de muchos años..., adversidades que han hecho que, en muchas ocasiones, dudáramos de si seríamos capaces de terminar esta obra. Por estas razones, me gustaría agradecer el trabajo y el esfuerzo de mis coautores, Xema Cardona, Francisco González y el doctor Sebastián Cano, por lo que ha supuesto tener que sobreponerse a todos y cada uno de los reveses que el destino nos tenía preparados... A todos los que han vivido a nuestro lado esta aventura, a los que han sufrido de nuestra falta de tiempo, de nuestros malhumores, sin sabores, fracasos parciales, cambios de rumbo y virajes bruscos, a los que nos han dejado horas y horas para que nos dedicáramos a jornadas de escritura interminable, a aquellos que siempre han creído en nosotros..., decirles que han sido la fuerza que nos ha guiado hasta el final de este duro viaje, que siempre estaremos en deuda con ellos. Finalmente, me gustaría agradecer especialmente a la señorita Miriam Serres su apoyo incondicional, las horas que ha compartido conmigo en este proyecto, en la revisión de documentación y bibliografía, en la elaboración de tablas y en la puesta a punto del original. Gracias por hacerlo posible, gracias de corazón.

Dicho esto, es el momento de sumergirnos en el apasionante mundo de la planificación patrimonial, de las tareas y decisiones que la marcarán y de los análisis e instrumentos que determinarán sus resultados, actividades que hemos organizado en cuatro capítulos: el capítulo 1 está dedicado a recuperar, revisar y profundizar en los conceptos y herramientas clave de la gestión patrimonial; el capítulo 2 estudia profundamente todos los aspectos relacionados con el sujeto, la persona, el cliente..., que pondrá su patrimonio a nuestra disposición; en tercer lugar, definiremos la estrategia que guiará la planificación financiera en el capítulo 3 para, finalmente, concretar su aplicación a través de múltiples aspectos tácticos en el capítulo 4.

¡Tres, dos, uno... empecemos!

Dr. Jordi Andreu Corbatón

© Ediciones Pirámide

1 Gestión patrimonial

Jordi Andreu
Xema Cardona

La gestión patrimonial, o *Wealth Management,* es una invitada de excepción en el mundo de las finanzas que ha venido para quedarse. La desregulación financiera a la que hemos asistido a escala planetaria desde los años ochenta (causa principal del incremento de la movilidad de los capitales mundiales), el crecimiento exponencial de fortunas en países emergentes, la aparición de millonarios que han «hecho las américas» con negocios tecnológicos y vinculados a Internet y el aumento de la esperanza de vida y del total de adultos con patrimonios que deben ser gestionados, así como la sangrante competencia entre entidades financieras para captar y mantener clientes, son algunas de las razones que han provocado el rápido despegue de la *Wealth Management*. Entendida como la prestación de un conjunto de servicios financieros altamente profesionales, independientes, individualizados y de gran valor añadido, la gestión patrimonial es y será clave en el futuro inmediato. En las próximas páginas realizamos un resumen, esencial e ineludible, del marco conceptual y de actuación de la *Wealth Management,* de las ideas básicas sobre las que se construye y de su proceso de aplicación. A partir de la contextualización desplegada en este capítulo será posible, en los siguientes, ahondar y profundizar en el análisis de algunas de las piezas clave de la gestión patrimonial, siendo, por ejemplo, el concepto cartera o inversión puertos prioritarios en los que calar nuestra nave.

OBJETIVOS GLOBALES

En este tema usted debería:

- Conocer los conceptos clave sobre los que edificamos la gestión patrimonial.
- Entender qué es la rentabilidad, el riesgo y la liquidez, y sus instrumentos de medida.
- Asimilar las etapas a recorrer para la consecución de los objetivos financieros de cualquier persona.
- Familiarizarse con las herramientas y técnicas más comunes en la *Wealth Management.*
- Aprender el marco conceptual, estructural y ético de actuación de la planificación financiera.

1.1. ¿POR QUÉ GESTIONAR EL PATRIMONIO?

Si de una cosa podemos estar seguros, en este mundo cambiante y volátil en el que vivimos, es que todos, en algún momento de nuestra vida, deberemos enfrentarnos a decisiones financieras desde uno (o ambos) de los siguientes puntos de vista: *pedir dinero prestado* (*financiación,* actuando como prestatarios) o *prestarlo* (*inversión,* actuando como prestamistas). En el sistema capitalista que nos rodea, en el que el dinero es la sangre que nutre el entorno económico, difícilmente nadie puede escapar a las *finanzas*. Ante esta realidad aplastante, no deja de ser curioso que la gran mayoría de personas que afrontan decisiones de financiación e inversión lo haga desde un gran desconocimiento, gestionando por su cuenta y riesgo el dinero que con tanto esfuerzo han ahorrado, o valorando posibilidades de financiación (como la contratación de una hipoteca, uno de los hechos económicos más importantes en el ciclo vital de cualquier persona) que pueden tener un alto impacto en su bienestar, sin ser conscientes de que no disponen del nivel de comprensión financiera necesario. Lamentablemente, es fácil prever el resultado de tal osadía: un amplio rango que fluctúa desde rentabilidades mediocres a profundos desastres financieros[1].

Esta falta de preparación económica, extendida ampliamente entre la población, y las funestas consecuencias que se pueden derivar de ella, se hacen presentes de forma icónica incluso en aquellos casos extremos de buena suerte. Así,

[1] Entre 2007 y 2013 se produce en España el colapso de las participaciones preferentes y de la deuda subordinada, que la mayoría de cajas habían comercializado entre inversores de bajo conocimiento financiero y perfil extremadamente conservador. Pero estos casos son la punta del iceberg, pudiendo citar también los afectados por las cláusulas suelo, las decenas de miles de personas desahuciadas por no poder hacer frente a sus hipotecas, los inversores de Fórum Filatélico... Los desastres financieros y los engaños también afectan a las élites, como fue el caso de la estafa protagonizada por Bernard Madoff, que socavó los cimientos de las fortunas más importantes del planeta.

© Ediciones Pirámide

existen múltiples estudios que aseguran que la situación financiera de los ganadores de loterías de cientos de millones de euros o dólares es nefasta tan sólo unos años después del premio, en gran medida, por la incapacidad y la falta de formación y experiencia para gestionar correctamente el patrimonio sobrevenido[2]. Porque, por mucho que las leyendas urbanas puedan decir lo contrario, la mayoría de fortunas no se construyen ni de la suerte ni de la especulación, sino que son el fruto de un trabajo de largo tiempo, básicamente a través de inversión y creación de negocios, como ya advertía Leroy-Beaulie en su libro de 1908, *L'art de placer et gérer sa fortune*.

Visto este panorama, son muchas las personas que reconocen su falta de capacidad para tomar buenas decisiones patrimoniales o financieras, y recaudan la ayuda de uno o varios profesionales que les orienten y aconsejen en las mismas. Estamos hablando de asesores financieros, abogados, gestores patrimoniales, consultores, agentes de seguros..., aunque debemos matizar aquí que este papel de «asesor» lo han desempeñado y siguen desempeñando básicamente los profesionales bancarios, a los que los clientes han acudido en masa desde siempre, especialmente en los países europeos. Aunque legalmente todos estos expertos tengan que velar por los intereses de los clientes a los que sirven, debemos tener en cuenta que, en la prestación de algunos de los servicios de orientación financiera que serán analizados en las próximas páginas, se plantea un grave conflicto de intereses que puede resolverse de forma negativa para el cliente. Hirst (1911), hace ya más de un siglo, aconsejaba a los inversores tener mucho cuidado con los supuestos profesionales y expertos, que presentaban cierta tendencia a «engañar a los clientes y venderles productos que éstos no entendían»[3], recomendación que lamentablemente sigue siendo de total actualidad y aplicación por los casos de mala *praxis* financiera (comercialización de participaciones preferentes o deuda subordinada, productos vinculados a las hipotecas *subprime*...) a los que hemos asistido atónitos en los últimos años.

En este clima de desconfianza general respecto a los agentes financieros clásicos, grandes capas de la población han empezado a demandar un asesoramiento más profesional, más global e imparcial, fijándose en figuras que, hasta el momento, habían sido muy residuales o reservadas a clientes de alto poder ad-

---

[2] Según la *National Endowment for Financial Education,* o Hankins, Hoekstra y Skiba (2011), entre el 44% y el 90% de los ganadores de grandes loterías en Estados Unidos están en la ruina cinco años después de recibir el premio. Otros estudios aseguran que la probabilidad de ruina anual de un millonario por lotería es del 1%, el doble que la de cualquier ciudadano no premiado.

[3] Los profesionales que actuaban en la bolsa, ya en esa época, se caracterizaban, según Hirst (1911), por utilizar todos los medios a su alcance para hacer atractivos los productos financieros cuando ellos los tenían y deseaban venderlos, y para presentar el mercado como extremadamente peligroso cuando estaban deseosos de comprar. Años después, Kostolany (1986) insiste en la misma idea, cuando afirma que «no hay nada más fácil que vender al público papel que sigue subiendo» y del que quieren desprenderse los inversores más aventajados y los expertos bursátiles. De hecho, este autor aumenta su dureza a lo largo de su libro al asegurar que «el 90% de las recomendaciones [de expertos] no son más que promoción e incluso manipulación».

© Ediciones Pirámide

quisitivo. Estamos hablando, por ejemplo, de las EAFI (empresas de asesoramiento financiero independiente)[4] o de los servicios de gestión patrimonial que, desde sus atalayas de independencia respecto a las entidades financieras, ofrecen una orientación más poliédrica (legal, fiscal, societaria, de inversiones...) y objetiva. El mercado exige, cada vez más, profesionales preparados y formados, con amplia experiencia, que desde su conocimiento, sensatez e integridad, sean capaces de planificar todas las actividades necesarias para la consecución de los objetivos financieros de los clientes, ejecutarlas y realizar el seguimiento de las mismas, combinando de forma óptima rentabilidad, riesgo y liquidez desde la imparcialidad y la visión a largo plazo.

Esta exigencia del mercado, lejos de ser una moda coyuntural, se ha convertido en necesidad estructural por varias razones:

1. En primer lugar, como ya se ha comentado, por el desencanto generalizado con las opciones de orientación financiera clásicas a las que la gran mayoría de personas está acostumbrada.
2. En segundo lugar, por el incremento importantísimo de la esperanza de vida (y la llegada a la madurez de la generación de los *babyboomers*), que aumenta de forma significativa los ciudadanos de la tercera edad que han acumulado un patrimonio importante que debe ser gestionado adecuadamente a lo largo de sus últimos años de vida.
3. En tercer lugar, por la oleada de nuevos millonarios y nuevas fortunas que ha provocado Internet, las nuevas tecnologías informáticas y la incorporación al vagón del crecimiento económico de países emergentes del sudeste asiático, Europa del Este, China o Latinoamérica, que ha democratizado el empresariado y, con ello, las necesidades financieras y patrimoniales de los nuevos empresarios[5].
4. En cuarto lugar, por la popularización creciente de la inversión entre todo tipo de personas (derivada del espectacular desarrollo del entorno

---

[4] El 13 de diciembre de 2007 se promulgó la Ley 47, que modificó la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), incorporando al ordenamiento jurídico español las Directivas Europeas 2004/39/CE y 2006/73/CE. Dentro del conjunto de cambios y actualizaciones de este nuevo marco legal, podemos destacar la autorización de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), tipo de empresa de inversión que no existía hasta ese momento en España. Según dicha normativa, las EAFI, una vez obtenida la autorización de la CNMV, pueden prestar recomendaciones personalizadas a clientes respecto a operaciones relativas a instrumentos financieros (asesoramiento financiero), orientar a empresas sobre su estructura de capital, estrategia industrial, fusiones, adquisiciones y cuestiones afines, y, finalmente, elaborar informes de recomendación de instrumentos financieros. El hecho de que las EAFI no puedan tener fondos de los clientes, y que las mismas cobren principalmente por las tareas de asesoramiento, información y orientación, garantiza un mayor grado de independencia y un menor conflicto de intereses respecto al resto de empresas de inversión.

[5] Desde 1980 el número de millonarios ha aumentado en todo el planeta de forma muy importante. El informe *World Wealth Report,* de *Gemini Consulting* y *Merrill Lynch,* señalaba hace unos años que el crecimiento del número de grandes fortunas en el mundo se acercaba al 10% anual.

© Ediciones Pirámide

económico y los mercados financieros, modernización acaecida en los últimos treinta años) y por la facilidad con la que productos financieros de toda clase pueden ser contratados a través de la red, situación que ha estimulado de forma importante la competencia entre entidades, la necesidad de diferenciación de productos y servicios y, por tanto, la creación de departamentos más especializados.

5. En quinto lugar, la reducción de los tipos de interés a escala mundial, especialmente en el viejo continente y en países como España, por los procesos de integración económica entre diferentes países (UE), hecho que ha reducido de forma drástica la rentabilidad que los inversores pueden obtener por los canales tradicionales (depósitos o deuda pública)[6].
6. En sexto lugar, por una oleada de cambios legislativos e impositivos que ha permitido, a escala mundial, la internacionalización/globalización de los capitales, la potenciación del ahorro y la inversión entre todas las capas de la población.

En cualquiera de los casos planteados hasta el momento, ya sea en la gestión de nuestros bienes personales o del patrimonio de terceros (si actuamos como profesionales de las finanzas), un elemento se vislumbra como clave y necesario: el conocimiento. Sin ahorros o sin fortuna difícilmente nadie puede ser independiente en este mundo capitalista en el que nos ha tocado vivir, de modo que educarse en gestionar, mantener y incrementar nuestra riqueza se convierte en una actividad vital para todo ciudadano. Según Rosenberg (2013), los habitantes más acaudalados de Estados Unidos obtienen el 57% de su dinero de inversiones y negocios[7], así que, finalmente, gestionar e incrementar nuestro patrimonio significará aprender a gestionar inversiones de todo tipo. Y si debemos aprender, ¿por qué no hacerlo de los mejores? ¿Hay mayor excelencia que instruirse en el fútbol viendo jugar a Maradona, Pelé o Messi? ¿Cómo ganar pasión por el ciclismo sino es revisando las gestas de Hinault, Indurain o Merckx? ¿Qué forofo del basket no ha visto a Jordan, Kobe Brian o Magic Johnson en plena acción? ¿Quién, raqueta en mano, no ha intentado emular a Pete Sampras, John McEnroe, Rafa Nadal o Federer? ¿Qué jóvenes pilotos no quieren parecerse a Niki Lauda, Alain Pros o Michael Schumacher?...; por tanto, si debemos

[6] En España, la renta fija a corto plazo rentó más del 10% anual entre 1972 y 1994; esta situación, unida a una inflación relativamente baja (que permitía tipos de interés reales, descontando el efecto de la inflación, de más del 7%) y a una curva de tipos invertida (los productos de renta fija a meses ofrecían mayor rentabilidad que a años) desincentivaba completamente la inversión en activos arriesgados, la diversificación e incluso la necesidad de administrar el patrimonio.

[7] A partir de los datos del *Urban-Brookings Tax Policy Center,* Rosenberg (2013) establece que un contribuyente de renta media obtiene un 70% de sus ingresos anuales del trabajo, un 2% de inversión (dividendos e intereses) y un 4% de negocios (actividades profesionales, *royalties,* plusvalías de participación en empresas como socio, etc.). Los contribuyentes con las rentas más altas declaran una situación totalmente diferente: sólo un 34% de sus ingresos proviene de rentas del trabajo, siendo un 22% rentas de inversión y un 35% rentas de negocios.

© Ediciones Pirámide

formarnos, hagámoslo con los más grandes, y ésos, sin duda, están, han estado y seguirán estando, en los servicios de gestión patrimonial.

Las grandes fortunas han tenido a su disposición, desde hace siglos, los profesionales más capaces y lo que se ha tenido a bien llamar gestión patrimonial: un conjunto de servicios legales, fiscales, financieros y societarios, altamente sofisticados, que fueron el fundamento del texto introductorio de Andreu, Cano y Cardona (2013), y que seguirán siendo la base del material que usted tiene entre las manos, que ahonda en los conceptos y herramientas que todos deberíamos conocer, seamos profesionales del sector o no, para incrementar de forma exponencial el éxito y los resultados en nuestra administración del patrimonio. Partiendo del marco global de actuación, del *big picture,* de los instrumentos básicos de la gestión patrimonial (que se resumen en el presente capítulo), iremos avanzando hacia técnicas, estrategias y productos más complejos (que serán tratados en capítulos posteriores) que permitirán a recién llegados y profesionales enfrentarse con más garantías al mundo de la inversión.

1.2. CONCEPTOS BÁSICOS

En las próximas páginas repasamos un conjunto de conceptos financieros, vinculados a la inversión y la gestión patrimonial, que se convertirán en compañeros imprescindibles en el viaje hacia el cumplimiento óptimo de nuestros objetivos patrimoniales. ¡Sin más dilación, empecemos a enfrentarnos a ellos!

1.2.1. Patrimonio, servicios de orientación financiera y planificación patrimonial

El primer paso, antes de determinar qué es la gestión patrimonial, cómo debemos realizarla o qué principios, métodos o instrumentos deben ser aplicados a la misma, es definir correctamente qué entendemos por patrimonio, pues será la administración del mismo lo que nos mantendrá ocupados a lo largo de este libro.

Según el diccionario de la Real Academia de la Lengua Española (RAE), se entiende patrimonio *(wealth)* como «conjunto de bienes [...] susceptibles de estimación económica». Por tanto, patrimonio significa *riqueza, hacienda o activos en posesión de una persona física o jurídica*.

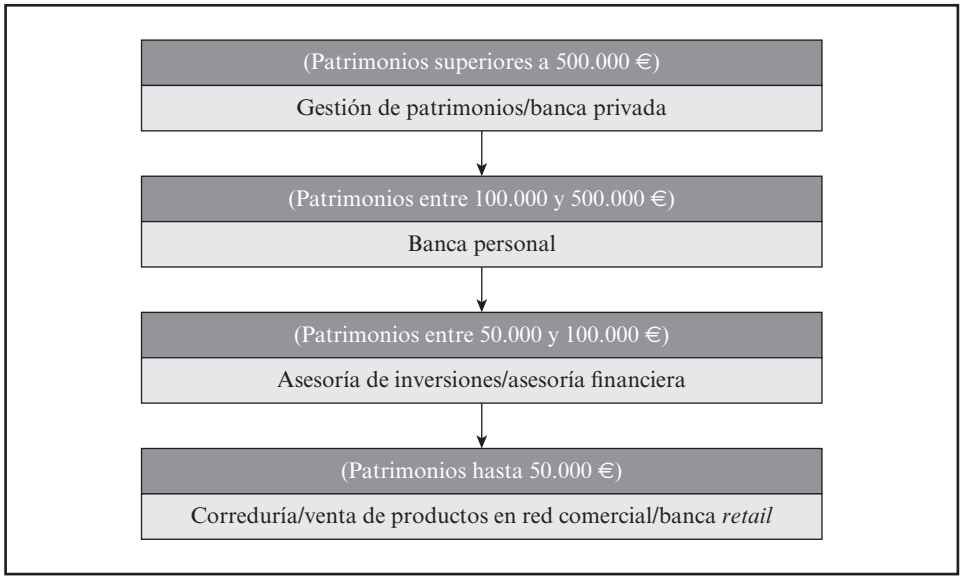
Así, la gestión patrimonial *(wealth management),* en palabras del escritor y dramaturgo español Enrique Jardiel, consistirá en la «administración de todos los bienes», pero también «de todos los males» (riesgos) que puedan afectar a los mismos[8]. En el campo propiamente financiero, el concepto *gestión, adminis-*

[8] La cita que se le atribuye a Enrique Jardiel reza, de forma ligeramente diferente, en este sentido: «el patrimonio es el conjunto de todos los bienes; el matrimonio, el conjunto de todos los males».

© Ediciones Pirámide

tración o asesoría de patrimonios (*wealth management* en inglés), también llamado *banca privada (private banking),* nace en los bancos suizos *Mirabaud, Picted u Odier* entre los siglos XVII y XVIII, y se entiende como un *conjunto de servicios financieros altamente profesionales* (realizados por personal extremadamente cualificado)*, independientes* (prestados desde una entidad o departamento autónomo de la entidad financiera), *especializados* (con una visión global de todo el patrimonio) *e individualizados* (personalizados y adaptados a las necesidades y características del cliente), *orientados a instituciones o a individuos de gran poder adquisitivo* (normalmente a partir de 500.000 €).

El *wealth management* es, usted lo está intuyendo, el Dom Perignon, el caviar Almas de los servicios financieros. Las entidades prestan una extensa gama de servicios de orientación financiera (figura 1.1) atendiendo al nivel económico de los clientes[9], reservando los más completos, especializados y profesionales a aquellas personas de mayor poder adquisitivo, como se hace con los productos



FUENTE: Andreu, Cano y Cardona (2013), p. 18.

Figura 1.1. Tipologías de servicios de orientación financiera.

[9] Algunos autores, como Córdoba (2013), utilizan baremos económicos distintos a la hora de clasificar a los clientes. Este autor habla de banca *retail* hasta 100.000 €, banca personal (entre 100.000 y 300.000 €), banca privada (entre 300.000 y 2.400.000 €) y *family office,* para patrimonios superiores a esa cifra. A nivel profesional, cada entidad financiera utiliza sus propios niveles de segmentación, variando los montantes límite o incluso la cantidad de «escalones», de manera que el resultado puede diferir de forma importante de la pirámide presentada en la figura 1.1, que es la considerada estándar o convencional.

© Ediciones Pirámide

alimentarios más selectos. Observe que la gestión patrimonial ocupa la cúspide del abanico de opciones disponible en el mercado, que incluye también la *correduría,* la *venta de productos en red comercial o banca retail*[10], la *asesoría financiera o de inversiones*[11] y la *banca personal*[12].

Una forma de entender mejor qué proporciona exactamente la banca privada y por qué los clientes de alto poder adquisitivo están tan interesados en la misma es recalcar que ofrece una visión integral. Si se para un momento a pensar, verá que cualquier persona de su alrededor está preocupada por llegar a fin de mes, por la evolución de sus acciones en bolsa, por la situación de su plan de pensiones, por los impuestos que deberá pagar a Hacienda, por el piso que ha heredado de sus padres, por el futuro de sus hijos...; y todas estas inquietudes se arremolinan en su cabeza, imposibles de separar. El *wealth management* permite responder globalmente a todas esas preocupaciones a través de la planificación patrimonial (llamada comúnmente *planificación financiera* o *financial planning*), que *se ocupa de todas las decisiones relacionadas con el «dinero» con el objetivo general de mantenerlo y hacerlo crecer*.

---

[10] *Correduría, venta de productos financieros en red comercial o banca retail:* servicio de comercialización de productos y servicios financieros, ya sea de la propia entidad o de terceros. Si usted acude a la oficina bancaria y le ofrecen depósitos, planes de pensiones o seguros que en ese momento están «en campaña», estará recibiendo este tipo de atención. La entidad y los profesionales que realizan tal comercialización cobran una comisión por producto vendido, que suele recibir el nombre de corretaje, de tal manera que deberían ser presentados como *corredores, vendedores* o *gestores comerciales*.

[11] *Asesoría financiera o de inversiones:* servicio que ofrece recomendaciones y orientaciones personalizadas a un cliente respecto a instrumentos financieros, a petición de éste o por iniciativa de la entidad, manteniendo la decisión final de compra/venta en manos del asesorado (gestión no discrecional de carteras) o tomando esa decisión en nombre del mismo (gestión discrecional de carteras). Si usted firma con su banco un contrato por el que él gestionará como mejor crea 50.000 € en bolsa, acaba de acceder a la gestión discrecional; si, por el contrario, su entidad le orienta e informa, pero es usted quien decide finalmente dónde invertir, bienvenido a la gestión no discrecional. Las entidades y profesionales que realizan este servicio cobran una comisión de gestión (normalmente un porcentaje sobre volumen gestionado más una prima por beneficios) o una tarifa *forfait* (por horas dedicadas al asesoramiento), y deberían ser presentados como *consultores, gestores* o *asesores,* estando los mismos fuertemente regulados y controlados por las legislaciones nacional e internacional aplicables. Así, por ejemplo, en España, sólo pueden prestar este servicio las sociedades gestoras, las entidades de crédito, las agencias de valores, las sociedades de valores y las EAFIS (véase punto 1.4.2 de este libro para más información sobre intermediarios financieros). Cualquier persona que ofrezca asesoramiento financiero en España sin estar convenientemente autorizada ni registrada en la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) o en el Banco de España deberá cesar inmediatamente en sus actividades y será sancionada severamente. Las personas o entidades que ofrecen servicios de inversión actuando al límite de la legalidad o fuera de ella suelen recibir el nombre de *chiringuitos financieros.*

[12] *Banca personal:* gestión patrimonial dirigida a clientes de menor patrimonio, prestada habitualmente desde la misma entidad (sin estructura jurídica independiente) y ligeramente menos profunda y global que la banca privada (no suele incluir, por ejemplo, una planificación patrimonial integral). Las entidades que realizan tal actividad pueden cobrar un *mix* de comisiones, corretajes y tarifas *forfait*.

© Ediciones Pirámide

Ya que el conjunto de bienes de una persona tiene una valoración monetaria, es *«dinero»,* el *financial planning* está formado por un variedad extensa de servicios y posibilidades (presentados de forma escueta en la figura 1.2.) que deben tratar de forma conveniente todos los elementos patrimoniales del individuo. A los servicios que ya hemos comentado con anterioridad (*correduría, asesoría financiera* y *gestión discrecional de carteras*) se añaden *otros servicios bancarios,* la ayuda en la *gestión de sociedades y empresas,* el *asesoramiento en temas fiscales* y en el pago de impuestos y, finalmente, un *acompañamiento legal completo.*

El *financial planning,* el servicio más global de la gestión patrimonial (pues incluye todos los otros) parte de un análisis general y profundo del cliente[13], (lo que podemos llamar *perfil personal y financiero*), de su flujo de dinero (*estructura de ingresos* y *gastos*) y de su balance patrimonial (*bienes* y *deudas*), para ofrecer, después del mismo, un programa secuencial de acciones que persiguen hitos financieros concretos, que han sido definidos conjuntamente con el asesorado y que abarcan muchas perspectivas (legal, fiscal, financiera...). Aunque las metas perseguidas pueden ser amplias y variadas, son siempre englobables en el objetivo general de la gestión patrimonial (mantener e incrementar la riqueza, básicamente, a través de inversiones y negocios), e implican necesariamente participar en el sistema económico y financiero de una forma activa, construir carteras de inversión y optimizar el trinomio rentabilidad-riesgo-liquidez.

Pongamos un *ejemplo*. Imaginemos que el señor Antón Ferrer se dirige a una entidad X de banca privada y demanda el servicio de planificación patrimonial. La compañía X, a través de diferentes profesionales, determinará qué nivel de conocimientos tiene el señor Ferrer respecto al mundo económico y financiero, su experiencia en temas de inversión y gestión de activos, su propensión o aversión al riesgo... Todos estos elementos compondrán su perfil personal y financiero, el retrato robot del señor Antón Ferrer; posteriormente, un estudio detallado de los ingresos y gastos de Antón, a nivel particular, pero también en su actividad como autónomo de la construcción, permitirá esbozar los flujos de dinero (o de caja) del cliente y detectar posibles problemas de tesorería actual o futura; finalmente, revisando los bienes de los que es propietario (un coche, una casa, cuentas corrientes, inversiones en activos de renta fija, una colección de monedas de oro...) y las deudas que tiene comprometidas y a las que debe responder (hipoteca de su vivienda principal, un préstamo personal que se utilizó para comprar maquinaria para su trabajo, una póliza abierta...), la entidad dibujará su balance patrimonial actual. A partir de estos tres elementos (perfil financiero, flujo de dinero y balance patrimonial), y de la mano del cliente, será preciso establecer unos hitos financieros, que actuarán como referencia en todas y cada una de las acciones que se establezcan para su consecución. Por ejemplo, se podría fijar como primer objetivo que el cliente liquidara todas sus deudas,

[13] Véase punto 2.3 de este mismo libro.

© Ediciones Pirámide

Planificación patrimonial						
Asesoramiento legal	Asesoramiento fiscal	Gestión de sociedades	Otros servicios bancarios	Gestión discrecional de carteras	Asesoramiento financiero	Correduría

Negocio	¿Qué es?	¿Qué cobran?	Ejemplos de servicios prestados
Correduría	Mediación en compra/venta de activos.	Corretaje.	• Compra/venta de activos productivos, no productivos y financieros. • Contratación de seguros.
Asesoramiento financiero	Recomendaciones personalizadas respecto a instrumentos financieros.	Tarifas *forfait* (por horas empleadas).	• Inversión en activos financieros.
Gestión discrecional	Gestión de carteras en nombre del cliente.	Comisión sobre patrimonio y sobre resultados.	• Inversión y diversificación. • Optimizaciones de carteras. • *Strategic asset allocation.*
Family office	Asesoramiento global a un grupo familiar con alto patrimonio (incluye negocios anteriores).	Comisiones, tarifas y corretajes por actividades prestadas.	• Asesoramiento fiscal. • Asesoramiento legal sucesiones/donaciones. • Constitución y gestión de sociedades. • Servicios bancarios tradicionales. • Cajas de seguridad. • Servicios descritos anteriormente.
Financial planning	Planificación y ejecución de decisiones financieras (incluye negocios anteriores).	Comisiones, tarifas y corretajes por actividades prestadas.	• Planificación patrimonial. • Servicios descritos anteriormente.

FUENTE: elaboración propia a partir de Andreu, Cano y Cardona (2013), p. 20.

Figura 1.2. Servicios incluidos en el *financial planning*.

siendo el segundo construir un plan de pensiones de 100.000 €. Precisadas las metas, la planificación financiera determinará las actividades y acciones necesarias para conseguirlas en el tiempo establecido y el gestor patrimonial será el encargado de controlar y revisar periódicamente los avances en el camino hacia ellas. Cuando hablamos de actividades y acciones, como ya se ha advertido con anterioridad, nos estamos refiriendo básicamente a actividades y acciones de inversión (aunque también haya legales o fiscales), de manera que se hace preciso, llegados a este punto, definir este término clave.

© Ediciones Pirámide

1.2.2. Inversión y tipologías

En Andreu et al. (2013) se reflexiona[14] ampliamente sobre el vocablo inversión y todos los matices vinculados a él. Como resumen de tal análisis entenderemos aquí inversión como *emplear, gastar, colocar un capital en activos o bienes que generen (o que se espera que generen) rentas o frutos*. Desde un punto de vista microeconómico, basado en las decisiones de los agentes individuales y cómo éstos se relacionan a través de los mercados, podemos hablar de tres tipos de inversión (figura 1.3): inversión productiva, inversión no productiva financiera[15], y, finalmente, inversión no productiva no financiera. La clasificación presentada en la figura 1.3 nos ayuda, desde la perspectiva global de la gestión patrimonial, a entender una inversión en función del uso que se hace de los activos en los que colocamos el capital, o de la finalidad que se pretende con la misma. Este enfoque nos será más útil en muchos momentos que el centrado en el activo[16], que es el habitual en la mayoría de manuales de inversión y finanzas.

Pongamos ahora unos *ejemplos* clarificadores de los diferentes tipos de inversión presentados en la figura 1.3. En el primer ejemplo, si yo compro un local, una mesas, unas sillas, unos secadores y unas revistas para montar una peluquería, que regentaré a partir del próximo mes, estoy realizando una *inversión productiva,* con el objetivo de conseguir rentabilidad (rentas o flujos de caja) a través, básicamente, de una fuente: la comercialización de cortes de pelo, servicios de maquillaje, estética..., lo que vendremos a llamar *rentas por explotación productiva del activo/negocio.* Aunque ésta es la fuente principal de ingresos, no debemos olvidar que existen otras[17], como la *cesión del uso del activo/negocio* (incluiría el alquiler del local o el derecho de traspaso de la peluquería) o la *compra/venta* del mismo (reventa del inmueble o incluso del negocio)[18].

---

[14] Los autores analizan, entre otras, las definiciones de Massé (1963) *(acto a través del cual se produce un cambio de una satisfacción inmediata y cierta a la que se renuncia, contra una esperanza que se adquiere y de la cual el bien invertido es el soporte),* del Diccionario Merriam-Webster *(the outlay of money usually for income or profit)* o del Diccionario de L'Académie français *(placer un capital ou employer des fonds, afin de les rendre productifs de revenus, ou de développer les moyens de production d'una entreprise)*.

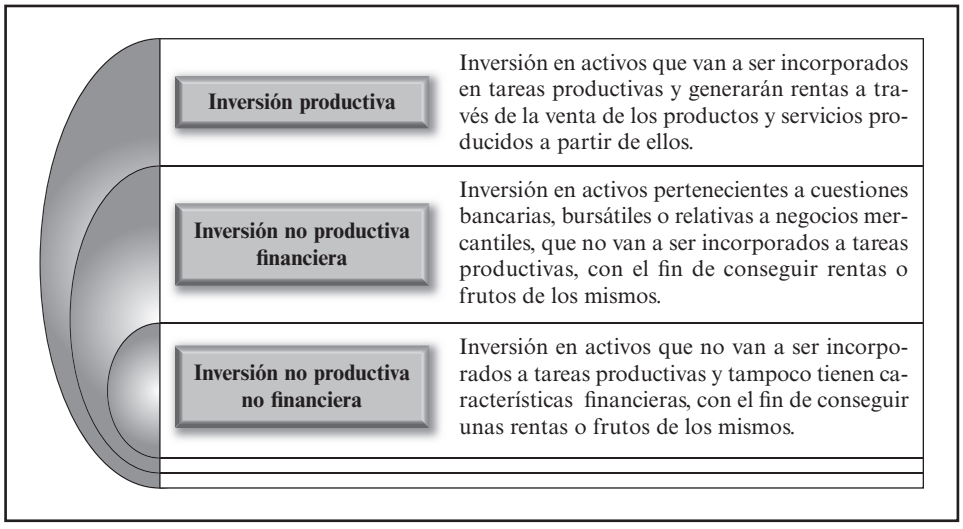
[15] Existe un fenómeno, conocido como *financierización,* que permite que cualquier activo pueda ser comprado a través de un mercado financiero y, por tanto, ser considerado como producto financiero; por consiguiente, su adquisición, una inversión no productiva financiera. El lector interesado en dicho fenómeno puede buscar información sobre titulización y fondos de inversión revisando Andreu et al. (2013) y el punto 3.2.3 de este libro, dedicado a los activos de inversión.

[16] Véase clasificación por activos de inversión en el punto 3.2.3.

[17] Véase «Fuentes de rentabilidad» en el punto 1.2.3.1.

[18] Si mi meta principal no fuera explotar la peluquería, ni cederla a un tercero a cambio de un precio, sino la compra/venta de la misma, no estaría realizando una inversión productiva, sino una inversión no productiva financiera, que basa su lucro en una especulación con el valor del negocio mercantil.

© Ediciones Pirámide



FUENTE: elaboración propia a partir de Andreu et al. (2013), pp. 23-24.

Figura 1.3. Tipos de inversiones según el uso del activo o bien generador de rentas.

En el segundo ejemplo, usted dispone de un capital sobrante que decide invertir en un depósito a plazo y en acciones de un banco, activos financieros conocidos por todos. Usted no pretende montar ningún negocio, ni producir nada..., ¡sólo intenta hacer crecer su dinero! Por tanto, está realizando una inversión no productiva, que al materializarse en productos financieros se convierte en *inversión no productiva financiera.* Pero..., ¿cómo conseguirá rentabilidad de dichos activos? De nuevo, podemos hablar de tres fuentes de flujos de caja: en primer lugar, el banco en el que tiene el depósito le paga interés mensualmente, y las acciones suelen distribuir dividendos de forma periódica. Estas entradas de efectivo, que son clave en la mayoría de activos financieros, son generadas por el simple hecho de que usted ha realizado un *préstamo o cesión de dinero* a un tercero para que lo utilice en aquellos menesteres que crea más convenientes. En segundo lugar, usted puede *ceder el uso del activo financiero,* y, por ello, obtener ingresos. Así, por ejemplo, podría alquilar las acciones a un tercero. ¡Sí, ha oído bien, alquilarlas!, y por ello cobraría una renta. Finalmente, y en tercer lugar, existe otra fuente de rentabilidad nada despreciable que proviene de la *compraventa del activo financiero* en cuestión. Así, si consigue vender las acciones por el doble de su precio de coste, materializará una plusvalía importante, que le generará un flujo positivo de caja.

El tercer ejemplo nos lleva a pensar en Manuel, coleccionista de arte, muy conocido por su galería renacentista que alberga obras de Francisco Pacheco del Río, Vicente Masip o del Greco. La verdad es que, aunque Manuel es un gran apasionado de la pintura, su intención principal al construir la colección

© Ediciones Pirámide

no era convertirse en ningún mecenas del arte ni en un reconocido galerista de cuadros del renacimiento. Su propósito era bastante más materialista: ¡ganar dinero! A lo largo de su vida, había advertido que tenía un ojo especial para escoger buenos cuadros, comprarlos a precios relativamente baratos y asistir con asombro a revalorizaciones importantes de sus adquisiciones. De esta manera, su voluntad principal había sido construir una colección que incrementara su valor con el paso del tiempo, y que, llegados a sus 45 años de edad, le permitiera retirarse con la venta de la misma. Manuel realizó una *inversión no productiva no financiera,* que persigue rentabilidad a través de la *compra-venta de activos*. De nuevo, existen otras fuentes posibles de rentabilidad que Manuel podría valorar, como la *explotación productiva* de tales activos (montando un museo) o la *cesión del uso* de sus cuadros a otros museos a cambio de una remuneración[19].

De los ejemplos anteriores podemos extraer tres conclusiones extraordinariamente importantes. La primera, que lo que define el tipo de inversión no es el activo en el que colocamos el dinero, sino la intencionalidad del inversor respecto al mismo. Así, una peluquería es una *inversión productiva* si nos dedicamos profesionalmente a ella o la cedemos a un tercero para su explotación. En cambio, será una *inversión no productiva financiera* si únicamente deseamos especular con el precio del negocio mercantil intentando revenderlo, una vez montado, por mucho más de lo que nos costó. Por otro lado, comprar cuadros se considera una *inversión no productiva no financiera* si apostamos por la revalorización de los mismos y aspiramos a plusvalías por ventas posteriores, o, por el contrario, una *inversión productiva* si los colgamos en un museo en el que los visitantes pagarán entrada. La segunda, que existen diferentes fuentes de rentabilidad (tratadas detalladamente en el punto 1.2.3.1), que debemos conocer y utilizar, pues un patrimonio bien diversificado debe incluir activos que generen ingresos por cada una de ellas. En tercer lugar, que todo inversor tiene un proyecto, una esperanza, que puede o no cumplirse. Así, la peluquería puede ser un desastre, y generar pérdidas a quien la montó, o la selección de cuadros de Manuel ser completamente desacertada, y la revaloración de los mismos esfumarse completamente. Si comparamos una inversión con una moneda, la otra cara de la rentabilidad sería el riesgo, entendiéndolo como la «proximidad de un daño o la posibilidad o probabilidad de que las expectativas no se materialicen y se produzcan hechos perjudiciales». Rentabilidad y riesgo, riesgo y rentabilidad, un binomio famoso que nos acompañará a partir de ahora.

Pero antes de entrar en materia, déjenos el lector realizar tres reflexiones previas que nos ayudarán a encarar con tranquilidad los conceptos de rentabilidad, riesgo y liquidez, que serán analizados en breve.

---

[19] Si Manuel explotara su colección con un museo, o la cediera a cambio de un «alquiler», podríamos catalogar su inversión, ahora sí, como productiva.

© Ediciones Pirámide

La primera hace referencia a la realidad que se esconde detrás de las tareas de la gestión patrimonial, lo que llamaremos estados de la naturaleza (a los que inversor y gestor deberán enfrentarse en el proceso de conservación y ampliación del patrimonio). Hablaremos de tres estados (o situaciones) posibles, que se resumen brevemente en la tabla 1.1, en los que se ejecutarán las diferentes actividades e inversiones que nos exija la planificación financiera:

— Encontramos los *ambientes ciertos,* en los que se conocen perfectamente las diferentes opciones posibles y cuál de ellas se dará en el futuro en función de nuestra actuación. Por ejemplo, si contratamos un seguro de ahorro durante 10 años que nos entregará un capital de 10.000 € al final del período, el resultado indudable es que al llegar a esa fecha cobraremos dicho dinero. Los ambientes ciertos, aunque existen, no son los más comunes en el proceso de gestión patrimonial[20].

TABLA 1.1

Estados de la naturaleza en los que opera el gestor patrimonial

Estado	Concepto	Ejemplos
Certeza	Se conocen los estados posibles de una realidad y cuál de ellos se dará en el futuro.	La realización de la declaración de la renta conlleva un pago seguro si ésta sale a favor de la Administración.
Aleatoriedad (riesgo o probabilidad)	Se conocen los posibles estados de la naturaleza, pero no cuál se dará en el futuro, aunque pueden establecerse las probabilidades de ocurrencia de cada uno de ellos.	La inversión en bolsa puede considerarse aleatoria pues existen estudios que determinan la probabilidad de sufrir beneficios/pérdidas en ella en función de los años que mantengamos nuestra posición.
Incertidumbre	No se conocen los estados posibles, ni qué estado se dará en el futuro, no se dispone de información suficiente para establecer probabilidades de ocurrencia o estas probabilidades son subjetivas.	La inversión en un país en guerra es completamente incierta, pues se desconoce quién la ganará, si quedará algo en pie, qué políticas se aplicarán, qué leyes serán aprobadas...

FUENTE: elaboración propia a partir de Andreu et al. (2013).

[20] Así, un lector avispado podría indicar que el cobro de tal cantidad pactada no es completamente seguro y cierto, pues depende, por ejemplo, de que la empresa cumpla con sus obligaciones, que la misma no haya desaparecido o quebrado..., con lo que una situación que aparentemente estábamos analizando como cierta se complica, a la que rascamos un poco en la superficie, para acabar mutando en aleatoria o incierta.

© Ediciones Pirámide

— Por otro lado, hay ambientes *aleatorios* en los que el agente sabe de buena tinta las opciones posibles que le esperan (pero no la que se dará finalmente) y las mismas pueden ser estudiadas aplicando reglas de probabilidad[21]. Por ejemplo, las opciones binarias (un producto complejo al alcance de cualquier inversor) pagan si usted acierta la dirección del mercado en el que invierte. Si se ha «apostado» al alza y el mercado sube, consigue plusvalías, mientras que pierde todo el capital si éste baja. Esta operación podría ser entendida como aleatoria, pues sabemos que ganaremos o perderemos nuestro capital (dos únicas situaciones posibles) en función de nuestra pericia, y las probabilidades de los diferentes resultados podrían aproximarse a las de tirar una moneda al aire, es decir, al 50%. La gran mayoría de contextos en los que deberá moverse el gestor patrimonial son aleatorios si los mismos son tratados con profesionalidad y esmero.

— Finalmente, nos topamos con *ambientes inciertos,* situaciones en las que no conocemos los estados posibles de la naturaleza (tampoco el que se dará en el futuro), no disponemos de suficiente información o análisis para determinar probabilidades o, en el caso de que sí las hayamos calculado, éstas no dejan de ser completamente subjetivas y fácilmente rebatibles. Un claro ejemplo de dicho contexto es el político. Imaginemos un país europeo donde un cambio de gobierno amenaza con realizar modificaciones económicas radicales (como la salida del euro, implantación de estructuras comunistas, abolición de la propiedad privada en algunos casos, confiscaciones...). Para empezar, la imaginación de los nuevos líderes en el poder no tiene límite, de manera que es imposible catalogar todas y cada una de las ideas y situaciones a las que se puede enfrentar el país. Si eso ya es difícil, lo es sin duda mucho más descubrir cuál o cuáles de ellas se llevarán finalmente a la práctica, con lo que establecer probabilidades de ocurrencia de cada una de las opciones se plantea como tarea titánica o anecdótica. La mayoría de situaciones a las que deberá enfrentarse un inversor o gestor patrimonial son inciertas, pero no desespere: muchas de ellas, con un buen estudio y análisis, se pueden «transformar» en aleatorias si somos capaces de aplicar ciertos modelos, métodos, metodologías o técnicas que estimen, de forma razonable, las probabilidades de ocurrencia de los diferentes estados, que nos permitan fijar un terreno (más o menos difuso) en el que poder jugar nuestras mejores cartas.

[21] Son de uso común en esta situación variables aleatorias y funciones de distribución de probabilidad que nos ayudan a entender la mayor o menor posibilidad de ocurrencia de cada uno de los estados (véase punto A.6 en el anexo). También son de aplicación las medidas de posición central y no central, las de dispersión y de forma (punto A.2 del anexo) y los enfoques de relación entre variables (puntos A.3 y A.4 del anexo).

© Ediciones Pirámide

La segunda reflexión nos indica que existen dos tipos de análisis en función del momento en el que ellos sean realizados, tal como se muestra claramente en la tabla 1.2. Hablamos de análisis *exante* (o *a priori*) cuando estudiamos situaciones que aún no se han producido (porque son hipotéticas o futuras), lo que exigirá una aproximación matemática y metodológica concreta, basada en gran medida en métodos estadísticos de inferencia, funciones de distribución de probabilidad, modelos... Si, por ejemplo, deseáramos calcular la rentabilidad y el riesgo de la bolsa peruana durante los años 2050-2070, estaríamos ante una aproximación *exante* o *a priori,* pues para ello necesitaríamos datos reales futuros que aún no existen, lo que nos obligaría irremediablemente a predecirlos o pronosticarlos a través de variables aleatorias, modelos de probabilidad, hipótesis concretas... Por otro lado, hablamos de análisis *expost* (o *a posteriori*) cuando estudiamos un fenómeno utilizando datos reales, existentes, producidos, lo que, en el caso de la gestión patrimonial, suele significar datos históricos o pasados. Dicha aproximación permite la utilización de técnicas y modelos matemáticos diferentes basados en la estadística descriptiva, lo que produce resultados ciertos y concretos, difícilmente replicables y discutibles. Por ejemplo, la varianza de las acciones de Repsol durante el período 2000-2004 es fácilmente calculable utilizando sus precios de cotización histórica, y para ello no es necesario hacer ninguna suposición, hipótesis o modelo estadístico complejo[22].

TABLA 1.2

Clases de análisis en función de su momento de realización

Análisis	Concepto	Ejemplos
Ex-ante **(a priori)**	Un estudio *exante* se trata de un análisis «antes del suceso» que intenta pronosticar o prever con antelación ciertas variables o resultados. Para realizarlo es necesario hacer suposiciones e hipótesis y aplicar, normalmente, modelos y técnicas estadísticas y matemáticas de inferencia o predicción.	• Rentabilidad esperada del mercado de acciones americano para el próximo trimestre. • Impagos de deuda de países emergentes en los próximos dos años.
Ex-post **(a posteriori)**	Un estudio *expost* se trata de un análisis «después del suceso» que intenta valorar los resultados del mismo. Para realizarlo se usan «datos reales», que se recopilan, filtran y tratan utilizando modelos y técnicas estadísticas y matemáticas descriptivas.	• Estudio de la volatilidad de las acciones durante la crisis del 1929. • Análisis de las quiebras de empresas durante los años 1980-1990.

[22] Más información sobre técnicas, modelos y herramientas de análisis estadístico descriptivo e inferencia estadística en el anexo, puntos A.2, A.3, A.4 y A.6, y en cualquier manual de estadística.

© Ediciones Pirámide

La gran mayoría de decisiones que deberán ser tomadas desde la gestión patrimonial (sobre todo las de inversión) son *exante;* eso sí, suelen utilizar datos reales (análisis *expost*) como base de predicción o anticipación del futuro. La lista de metodologías, técnicas, modelos... que usa el *wealth management* a lo largo de la planificación financiera es extraordinariamente extensa, y va más allá del objetivo de este libro, pero sea cual sea la herramienta, siempre se aplicará desde una de las dos perspectivas citadas con anterioridad, es decir, estudiará lo sucedido *(expost)* o intentará prever el devenir *(exante)*.

Siendo uno de los objetivos prioritarios del *wealth management* mantener e incrementar el patrimonio, y siendo esencial para ello la realización de actividades de inversión, el gestor debe preocuparse, en el contexto de la planificación financiera, de conseguir una combinación óptima entre rentabilidad, riesgo y liquidez. Dicha receta no será de ninguna manera posible si no se dominan los tres conceptos planteados (que analizaremos en próximos puntos) y, sobre todo, si no se entiende cómo los mismos se afectan e influyen entre sí. La tercera reflexión nos transporta, precisamente, a esa relación trinómica, una de las más importantes y trascendentales de las finanzas, que debemos recordar siempre que nos movamos en los ambientes inciertos o aleatorios en los que nos tocará lidiar a partir de ahora. Si los mercados funcionan correctamente, rentabilidad-riesgo-liquidez se retroalimentarán en la forma sintetizada en la figura 1.4. Aquellos activos con mayor liquidez (mejor capacidad de ser convertidos en dinero) suponen necesariamente un menor riesgo para el agente que los compra (que en cualquier momento y de forma ágil puede deshacer su posición si las cosas se complican), realidad que será premiada con menor rentabilidad esperada por parte del mercado. Por otro lado, aquellos activos menos líquidos, que presenten dificultades para ser vendidos o convertidos en dinero, soportan un riesgo mayor, lo que conllevará una mayor rentabilidad esperada, pues, de no ser así, nadie querría invertir en ellos.

Pongamos un ejemplo de lo que acabamos de explicar. Si un depósito no cancelable a un año ofrece una rentabilidad fija y conocida del 5% anual, y un depósito no cancelable a 30 años rinde exactamente lo mismo..., ¿en qué activo invertiría? La gran mayoría de personas escogería el primero, pues, en el caso hipotético de necesitar el dinero invertido, en el primer caso, se dispone de él en un año..., ¡mientras que en el segundo uno debe esperar 30 años! El primer depósito tendría gran demanda y el segundo casi ninguna..., es lo que se conoce

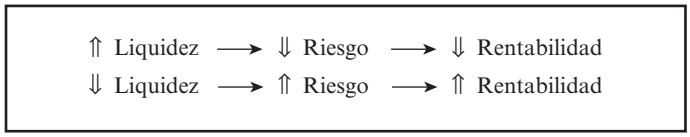


Figura 1.4. Relación entre liquidez, riesgo y rentabilidad en operaciones de inversión.

© Ediciones Pirámide

como preferencia por la liquidez: en las mismas condiciones de rentabilidad nos decantamos por el corto plazo. Pero..., ¿y si en lugar de un 5% anual el producto a 30 años le ofreciera un 50% anual? En esta nueva situación tal vez le interese arriesgarse a invertir a 30 años, pues la rentabilidad es mucho más atractiva que no a un año. Con el ejemplo expuesto queda claro que mayor liquidez supone menor riesgo y, por tanto, menor rentabilidad, mientras que menor liquidez conlleva mayor riesgo y, consecuentemente, el mercado debe premiarlo con mayor rendimiento.

Dejando a un lado la liquidez, en el párrafo anterior hemos hablado implícitamente del binomio rentabilidad-riesgo, que asegura que en un mercado que funcione correctamente aquellos activos que ostenten un mayor riesgo o incertidumbre deberán ofrecer, necesariamente, una mayor esperanza de rentabilidad, pues, de no ser así, los inversores no desearían adquirirlos. Esta lógica se intuye en la figura 1.5, que muestra los rendimientos y riesgos históricos de los diferentes activos de inversión[23] al abasto de todo gestor patrimonial. En dicha figura, utilizando el promedio de rendimiento aritmético anual como medida de rentabilidad[24] y la desviación estándar (volatilidad)[25] de tales rendimientos como medida de riesgo, se observa cómo los activos de inversión se sitúan en una línea ascendente, indicando que, como más riesgo corre el inversor, más beneficio obtiene de promedio[26]. Invertir un euro en un producto arriesgado sólo parece sensato si con ello puedo ganar más de lo que consigo con un producto seguro..., si no, ¿para qué correr el riesgo? Y de ganar, de beneficios, de rendimiento, de rentabilidad es, precisamente de lo que hablaremos en el punto siguiente.

1.2.3. Rentabilidad

Empecemos, en primer lugar, con algunas definiciones que nos ayuden a centrar nuestro campo de estudio. Entenderemos rentabilidad como «ingreso, caudal, aumento de la riqueza» (siguiendo a la RAE) o como «rentas o flujos generados por un activo como contrapartida por su uso, o por la cesión temporal de

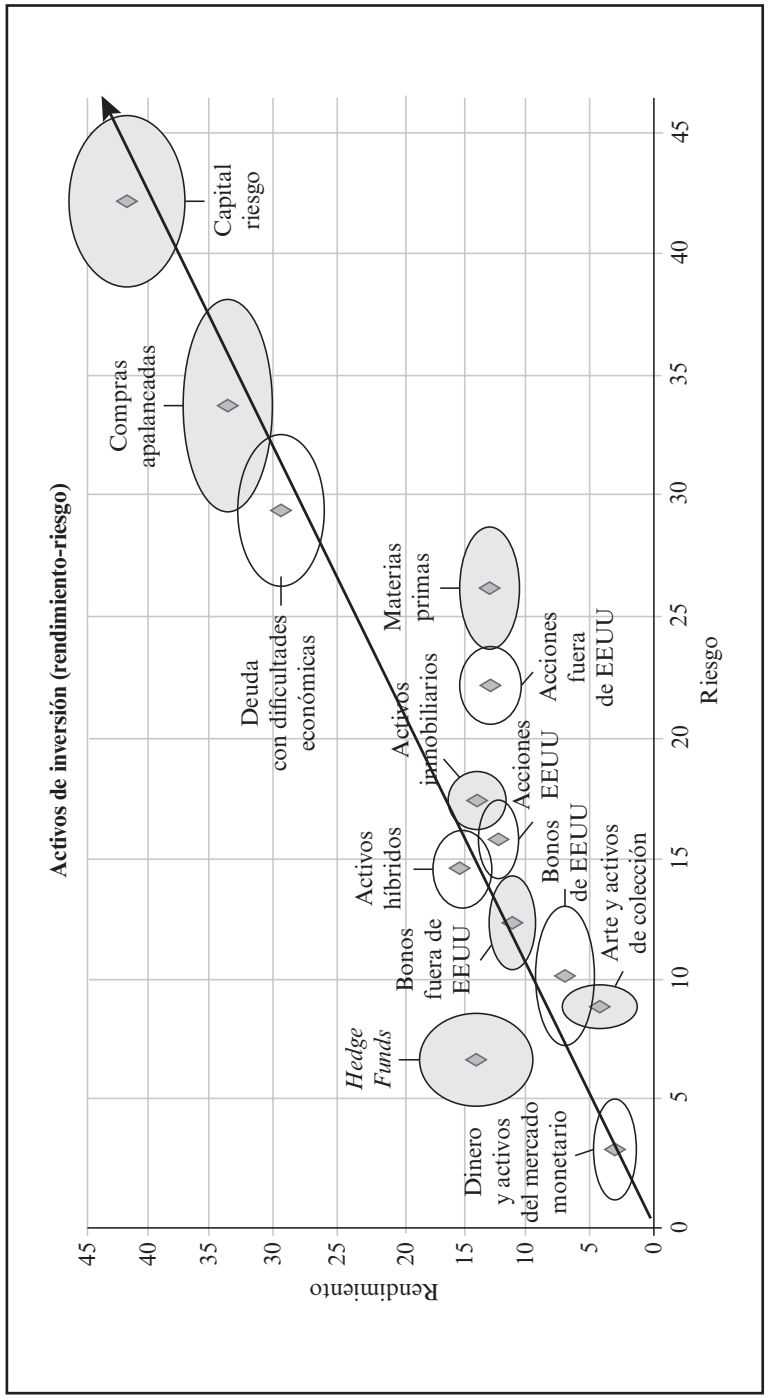
[23] Más información sobre activos de inversión en el punto 3.2.3 de este manual.

[24] Véanse medidas de rentabilidad en el punto 1.2.3.2.

[25] Véanse medidas de riesgo en el punto 1.2.4.2.

[26] Aunque la lógica financiera es aplastante, la realidad es caprichosa, y del análisis del gráfico no se puede extraer una relación lineal perfecta, habiendo algunos activos (*hedge funds,* deuda mixta o *commodities*) que, aun presentando diferentes niveles de volatilidad, no siguen al pie de la letra la teoría financiera. Esta situación puede deberse, entre otros motivos, a que la medida utilizada para el riesgo analiza únicamente el riesgo de mercado, con lo que estaría infraestimando el riesgo total en algunos casos: los *hedge funds,* los inmuebles y los bienes de colección presentan un alto riesgo de liquidez, que podría no ser recogido convenientemente por la volatilidad; los activos de renta fija, renta mixta o *venture capital* sufren de un riesgo de crédito alto, que es posible que no quede reflejado convenientemente en la desviación estándar de los rendimientos. Para más información sobre las diferentes clases de riesgo y su medición véase el punto 1.2.4.

© Ediciones Pirámide



FUENTE: Andreu, Cano y Cardona (2013), p. 66.

Figura 1.5. Rendimiento-riesgo promedio anual de los diferentes activos de inversión.

© Ediciones Pirámide

un dinero, expresada en términos absolutos o relativos» (siguiendo a Andreu et al., 2013). Cuando dicha renta o flujo se compara con la inversión realizada (ya sea la necesaria para adquirir el activo o el dinero cedido) y se expresa en tanto por ciento o tanto por uno, se suele hablar de rendimiento *(yield or return)*.

De las genéricas definiciones presentadas en el párrafo anterior se deducen dos conclusiones contundentes: en primer lugar, que existen diferentes clases de rentas y, por tanto, distintas fuentes de generación de las mismas (véase tabla 1.3); en segundo lugar, que hay variadas maneras de medir o calcular la rentabilidad o rendimiento de las inversiones (véase tabla 1.5), y que un profesional de la planificación financiera debe controlarlas al dedillo. Antes de entrar en detalle en el estudio de las fuentes de rentabilidad y las medidas de la misma pondremos un ejemplo que nos guiará y orientará a lo largo de este punto. ¡Vayamos a ello!

Míriam Serres, de 28 años de edad, acaba de recibir una herencia de un tío lejano, herencia con la que pretende realizar algunas inversiones. En primer lugar, adquirirá dos locales comerciales: en uno montará un bar (en el que ella misma trabajará), mientras que el segundo lo arrendará a un empresario que abrirá allí una zapatería de bambas personalizadas fabricadas a mano. Además de los locales, Míriam realizará un depósito a plazo en un banco muy conocido de su país, que rinde un 3% anual, y comprará acciones de PREPSOL, importante empresa gasística que sale a bolsa en unos meses. Finalmente, también adquirirá una colección de pinturas de varios graffiteros de renombre con la esperanza de que dichas obras de arte se revaloricen con el paso de los años mientras adornan el amplio salón de su nueva casa. Míriam acaba de realizar varias inversiones simultáneas, que podemos clasificar en productivas (montar el bar y comprar un local que arrendará), no productivas financieras (la apertura del depósito y la adquisición de las acciones de PREPSOL) y no productiva no financiera (la compra de los cuadros), con la esperanza de que las mismas le ofrezcan rentas. Pero, ¿de dónde vendrán? y ¿cómo generarán los activos en los que ha depositado su recién recibido capital esos frutos tan deseados? Las respuestas a tales preguntas nos guían irremediablemente hacia lo que conoceremos a partir de ahora como fuentes de rentabilidad.

1.2.3.1. *Fuentes de rentabilidad*

Distinguiremos, a partir de ahora, cuatro fuentes de rentabilidad o fuentes de rentas (véase también tabla 1.3) y dentro de cada una de ellas, flujos positivos (cobros) y negativos (pagos), que deberemos analizar y controlar convenientemente:

1. **Flujos derivados de la explotación productiva de un activo (rentabilidad productiva):** se trata de las rentas generadas por bienes que están vincu-

© Ediciones Pirámide

TABLA 1.3
Fuentes de rentabilidad

Clase de rentabilidad	Origen	Componentes	
Productiva	Explotación productiva o comercial de activos que forman un negocio o actividad mercantil.	Cobros derivados de la venta del producto o prestación del servicio que forman nuestro negocio.	
		Pagos iniciales y periódicos de compra, mantenimiento y utilización productiva de los diferentes activos que conforman el negocio.	
		Impuestos.	
Por cesión de activos	Cesión del uso de bienes o derechos a través de figuras como la de alquiler, royalty, patente, franquicia...	Cobros derivados de la cesión del activo.	
		Pagos iniciales y periódicos de compra, mantenimiento y cesión del activo.	
		Impuestos.	
Por cesión de capital	«Préstamo» de dinero al emisor de activos financieros a cambio de un precio por dicha cesión.	Cobros por la cesión del dinero en forma de intereses, dividendos y otros flujos asimilados.	
		Pagos	Gastos y cánones de intermediación, contratación y liquidación de valores.
			Gastos de mantenimiento de servicios financieros.
			Gastos de custodia de valores.
			Comisiones por operaciones derivadas de la posesión de activos financieros.
			Gastos de gestión discrecional de carteras.
			Otros gastos y costes de profesionales diversos.
		Impuestos.	
Plusvalía-minusvalía	Diferencia entre precio de adquisición y enajenación de activos.	Ganancias o pérdidas patrimoniales (plusvalía o minusvalía).	
		Gastos de adquisición y venta de activos.	
		Impuestos.	

© Ediciones Pirámide

lados a actividades productivas, comerciales, mercantiles o de explotación de un negocio. Si Míriam abre el bar, las mesas, las sillas, la cafetera, el local..., son activos dirigidos a la prestación de un servicio por el que Míriam conseguirá unos ingresos que, después de hacer frente a los costes pertinentes (gastos en producto, personal, suministros de luz y agua...) y pagar los impuestos y tasas correspondientes, esperemos generarán un remanente neto positivo. El zapatero que regentará el negocio adyacente al bar de Míriam se encontrará en una situación parecida, pues todos los materiales, maquinarias, utensilios... le permitirán producir mercancías que serán vendidas para obtener unos ingresos que, en el mejor de los casos, deberían compensar las inversiones realizadas, saldar todos los costes adicionales del negocio (alquiler del local, recibo de la luz, cuota del teléfono...), los impuestos y generar algo de superávit.

2. **Flujos derivados de la cesión del uso de un bien o derecho (rentabilidad por cesión):** se trata de rentas generadas por activos (o derechos) de nuestra propiedad que serán utilizados por terceros en todo tipo de actividades (personales, profesionales, comerciales, productivas, mercantiles...). El local de Miriam, alquilado al zapatero, genera flujos de esta tipología, siendo éstos positivos (la cuota mensual de renta cobrada) y negativos (gastos de mantenimiento, impuestos...). Todos los activos y derechos que usted imagine pueden ser cedidos y, con ello, generar una renta por tal operación. Así, puede alquilar un coche, arrendar un terreno para su explotación agrícola, ceder un derecho de paso por un puente a cambio de un precio, permitir el uso de un nombre comercial o una marca, de propiedad intelectual (canciones, diseños, dibujos o escritos)... Todas y cada una de dichas cesiones generarán ingresos, pero llevarán asociados también gastos, cuotas, pagos e impuestos. Si usted cede el uso del coche, deberá realizar en el mismo reparaciones y mantenimiento, abonar impuestos y contratar los seguros correspondientes (es lo que hacen, por ejemplo, las empresas de *renting*); si usted arrenda un terreno, tendrá que pagar los impuestos anuales por la propiedad del mismo, hacerse cargo de derramas o pagos de la comunidad de regantes a la que pertenezca...; si usted permite el uso de un puente, deberá mantenerlo, mejorarlo y abonar todos los impuestos correspondientes a su posesión, o, finalmente, si consiente el uso de una marca comercial o propiedad intelectual, tendrá que hacer frente a las tasas y cuotas de su inscripción y mantenimiento en los registros oficiales que corresponda.
3. **Flujos derivados de la cesión de dinero (rentabilidad por cesión de capital):** la posesión de la mayoría de productos financieros[27] supone, habitualmente, que el comprador del mismo entrega un dinero al emisor del activo (operación por la que querrá cobrar un precio), para, posterior-

[27] Un análisis detallado de los diferentes productos e instrumentos financieros se puede encontrar en el punto 3.2.3 de este manual.

© Ediciones Pirámide

mente, recuperar dicho capital en un tiempo y forma convenidos. Así, el propietario de una cartera de productos financieros obtendrá flujos de la cesión de su dinero en forma de *cupones* o *intereses* en activos de renta fija o activos híbridos, *dividendos* en acciones y *venture capital* y *flujos asimilados* (derechos de suscripción preferente, primas de asistencia a juntas generales, regalos y descuentos por ser accionista...) en activos de renta variable o *venture capital.* Incluimos dentro de esta fuente de generación de rentas todos los cobros que tienen por objetivo remunerar al tenedor de un activo por ese avance que ha hecho del dinero, por el préstamo realizado. En el ejemplo que nos ocupa, Miriam obtendrá unos intereses periódicos por su depósito en el banco, y si tiene suerte, si PREPSOL sigue funcionando correctamente y ganando dinero, tal vez reciba dividendos anuales de la compañía, acciones «regaladas» (liberadas) en ampliaciones de capital u otros tipos de remuneración. Pero, lamentablemente, la posesión de activos financieros no genera únicamente ingresos, sino también una serie de gastos y costes que debemos considerar: la compra-venta de productos financieros exige el pago de gastos de intermediación y corretajes a los agentes que realizan las operaciones, así como cánones de contratación y liquidación a las bolsas en las que tales activos son negociados; la utilización de servicios financieros genera gastos de mantenimiento (como los de las tarjetas de crédito o las cuentas corrientes) y la posesión de productos de la misma naturaleza comisiones de custodia de valores. Por otro lado, un patrimonio financiero exige la realización periódica de ciertas operaciones (cobro de intereses y dividendos, recepción de derechos preferentes de subscripción, gestión de derechos de voto en juntas generales...) que generarán comisiones a favor de las entidades que se ocupen de las mismas; si, como hemos visto anteriormente, delegamos la gestión de nuestra cartera (a través de un sistema de gestión discrecional), tal delegación nos supondrá inevitablemente un coste, pues los profesionales suelen tener el mal vicio de cobrar honorarios, sueldos o tarifas, ya sean éstas fijas o variables; como cajón de sastre, entenderemos que existen otros gastos, ya sea por traspaso de valores entre intermediarios financieros, modificación y anulación de operaciones, pagos por servicios prestados de abogados, asesores fiscales, notarios, registros..., que son necesarios en algunas operaciones financieras, como, por ejemplo, en la compraventa de activos de *private equity,* y, finalmente, está Hacienda, con sus impuestos, sus cuotas, sus retenciones y sus gravámenes.

4. **Flujos derivados de la compra-venta de un activo (plusvalías-minusvalías):** la última, pero no menos importante, fuente de rentas es la procedente de la compra-venta de activos de inversión[28], fuente esencial de rendimiento en

[28] Una clasificación detallada de los activos de inversión se encuentra en el punto 3.2.3.

© Ediciones Pirámide

activos de colección, *commodities,* inmuebles o *venture capital*. Si somos capaces de vender los activos o derechos que se adquirieron en su momento a un precio superior al que nosotros pagamos, generaremos una ganancia, mientras que si, por desgracia, hacemos lo contrario, recibiremos una pérdida. En el ejemplo que nos ocupa, Míriam espera revender su colección de pinturas de graffiteros por un importe mayor al que ella pagó, pero sólo el tiempo y la evolución de los precios de dichas obras le darán o no la razón. El cálculo de la ganancia (plusvalía) o pérdida (minusvalía) por compra-venta se realiza teniendo en cuenta como cobro el precio de venta, y como pagos los importes que fueron satisfechos en la adquisición. A estos importes de referencia debemos añadir otros gastos (tasas, notarios, registros...) que incrementan los valores de compra y disminuyen los importes efectivamente percibidos en las enajenaciones, valores que son de cuantía significativa en activos inmobiliarios o *private equity* y relativamente pequeños en la adquisición de bienes financieros. Y, para acabar, de nuevo están los impuestos, pues las plusvalías y minusvalías están afectadas por la realidad fiscal del país en el que se realizan.

Presentadas las diferentes fuentes de rentabilidad y cada uno de los flujos que las forman, es momento de hacer una consideración sobre la fuente más importante, más relevante y con más incidencia en el crecimiento de la riqueza que perseguimos como meta final y prioritaria en nuestra gestión. ¿Cuál cree el lector que es dicha fuente? La inmensa mayoría de personas considera que son las plusvalías las que ostentan tal honroso puesto, hecho que nos obliga a hacer varias matizaciones: en primer lugar, un patrimonio bien gestionado y correctamente diversificado exige que los activos que lo forman aporten rentabilidad a través de múltiples fuentes y no únicamente, por el incremento de valor de los mismos; en segundo lugar, que situar las ganancias de capital como esenciales en la gestión del patrimonio nos aboca claramente hacia la especulación, con las dificultades y peligros que ello conlleva[29]; en tercer lugar, porque dicha creencia, ampliamente extendida entre la población, parece ser poco más que leyenda urbana, atendiendo a los estudios empíricos que sitúan la rentabilidad por cesión de capital como fuente decisiva[30] para la cartera de cualquier inversor. En

[29] Numerosos estudios indican que la probabilidad de sufrir pérdidas aumenta de forma exponencial si abocamos nuestras operaciones de inversión al corto plazo (Fisher, 1912, 1965, o Siegel, 2002, entre otros). Algunos autores, como Kostolany (1986), van incluso más allá, asegurando que la gran mayoría de especuladores acaban arruinados, siendo esta realidad más alarmante y rápida si dichas personas utilizan para operar productos apalancados, como futuros, opciones, *warrants* o CFD.

[30] Así, Siegel (2014), analizando datos de Estados Unidos para el período 1871-2012, concluye que, de lejos, la fuente más importante de rentabilidad para un inversor que hubiera adquirido acciones del S&P500 durante este tramo temporal habría sido la rentabilidad por dividendo (4,4% anual), frente a las ganancias de capital o plusvalías (2% anual) (véase Siegel, 2014, capítulo 10).

© Ediciones Pirámide

conclusión, y de nuevo, parece clave que el gestor patrimonial se fije en el largo plazo, en la construcción de carteras que exploten las cuatro fuentes de rentabilidad (especialmente la procedente de la cesión de dinero a través de activos financieros) y que deje de lado los cantos de sirena que amenazan en arrastrarle hacia los arrecifes de la especulación.

1.2.3.2. *Cálculo de la rentabilidad*

Hecha la consideración, llega el momento de seguir ahondando en nuestro análisis y plantearnos cómo debe ser medida la rentabilidad[31] de una inversión o de un patrimonio, siendo necesario para ello adentrarnos ligeramente en el campo del análisis matemático financiero[32]. En párrafos anteriores se habían presentado numerosos orígenes de cobros y pagos que serán la materia prima con la que podremos calcular, matemáticamente, la rentabilidad ofrecida u obtenida en una inversión. Dejando a un lado el efecto de la fiscalidad en las operaciones y en el patrimonio[33], el primer paso en la medida de la rentabilidad pasa por calcular los llamados flujos de caja *(cash flows)* vinculados a una cartera o patrimonio, utilizando para ello la siguiente expresión:

$$FNC_j = P_j + M_j + S_j + A_j$$

compuesta de diferentes elementos que se recogen en la tabla 1.4.

Dicha información es habitual encontrarla resumida utilizando un gráfico temporal, como el que presentamos en la figura 1.6.

Pongamos un ejemplo de cálculo de flujos de caja recuperando el caso de nuestra querida Míriam Serres suponiendo, además, que no existen impuestos. La adquisición de los locales comerciales, incluyendo todos los gastos de notaría y registro (300.000 €), así como los de las obras de adecuación de los mismos (50.000 €) y la adquisición de maquinaria y mobiliario para el bar (50.000 €), han supuesto un gran desembolso. Por otro lado, el depósito realizado en el banco asciende a 400.000 € y la compra de acciones de PREPSOL (sumando

[31] Consideraremos la rentabilidad como *expost,* siendo necesario, en caso de análisis *exante*, modificar las fórmulas atendiendo a la condición de variable aleatoria que toma entonces la rentabilidad.

[32] Remitimos a los lectores que quieran ahondar más profundamente en el estudio matemático-financiero de los flujos de inversión al apartado A.7 del anexo.

[33] Aunque por simplicidad en este material hemos optado por dejar a un lado el efecto de la fiscalidad en el cálculo de flujos, éste es crucial para la gestión patrimonial, pues el profesional debe trabajar con el concepto de rentabilidad financiero-fiscal, y no únicamente con la rentabilidad financiera de una inversión. Aconsejamos ver Suárez (2005) para un análisis exhaustivo del cálculo de los flujos de caja de una inversión y cómo la fiscalidad debe ser incluida en el mismo.

© Ediciones Pirámide

TABLA 1.4

Flujos de caja procedentes de las diferentes fuentes de rentabilidad

	Interpretación
FNC_j	Flujo neto de caja en el momento j, con $j = 0, 1, ..., T$, siendo 0 el momento inicial de análisis y T el horizonte temporal de inversión.
M_j	Flujos en el momento j derivados de la explotación productiva de un activo/s, siendo $M_j = C_j - Pa_j$, donde C_j son los cobros asociados a la explotación productiva y Pa_j los pagos periódicos asociados a la misma.
S_j	Flujos en el momento j derivados de la cesión del uso del activo/servicio, siendo $S_j = C_j - Pa_j$, donde C_j son los cobros asociados a la cesión del activo y Pa_j los pagos periódicos asociados a la operación.
A_j	Flujos en el momento j derivados de la cesión del dinero por la compra de un activo financiero, siendo $A_j = C_j - Pa_j = (D_j + I_j) - Co_j$ donde D_j son los cobros derivados de la cesión del capital en activos de renta variable (dividendos, derechos de suscripción, primas de asistencia, etc.), I_j los cobros derivados de la cesión del capital en activos de renta fija (cupones e intereses), y, finalmente, Co_j los pagos (comisiones) derivados de la posesión de los activos financieros detallados con anterioridad.
P_j	Pago o precio de adquisición del activo/s en el momento j (si aparece el valor en negativo) o cobro o precio de venta del activo/s en el momento j (si aparece el valor en positivo). En el valor P_j se consideran incluidos los gastos de adquisición y venta de activos (como un mayor valor de compra o como un menor valor de venta).

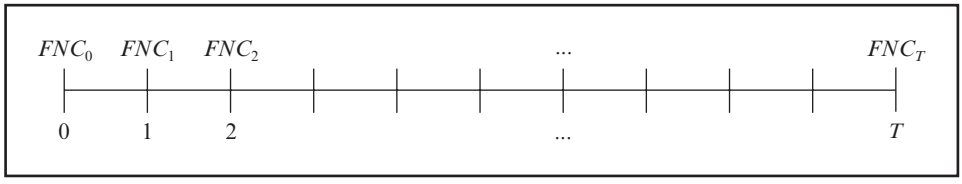


Figura 1.6. Representación gráfica de los flujos netos de caja de una cartera de inversión.

costes de intermediación y cánones de bolsa) se espera que sea de unos 200.000 €. A partir de tales datos es posible calcular una inversión inicial realizada de:

$$FNC_0 = -(300.000 + 50.000 + 50.000 + 400.000 + 200.000) = -1.000.000 \text{ €}$$

© Ediciones Pirámide

Imaginando que anualmente el bar genera, después de hacer frente a todos los costes, 70.000 € (M_j = 70.000 €), que el local arrendado, después de cubrir gastos varios deja un remanente positivo de 10.000 € (S_j = 10.000 €), que el depósito rinde un 3% (12.000 €), que las acciones pagan 5.000 € de dividendos y que la entidad financiera donde tenemos el depósito y las acciones nos cobra comisiones de custodia y mantenimiento de 500 € (A_j = 12.000 + 5.000 – – 500 = 16.500 €), podemos calcular el flujo neto de caja anual como:

$$FNC_j = P_j + M_j + S_j + A_j = P_j + 70.000 + 10.000 + 16.500 = 96.500 € + P_j$$

siendo P_j el valor de mercado (de venta o enajenación) de los diferentes activos que posee Míriam en el momento que decida desprenderse de ellos.

Si lo hiciera al tercer año, suponiendo que los dos locales los puede vender por 500.000 €, que el valor del depósito es de 400.000 € y que el de las acciones ha bajado ligeramente hasta 150.000 € (P_j = 500.000 + 400.000 + 150.000 = = 1.050.000 €), la representación de los flujos de su patrimonio sería la de la figura 1.7.

Definidos los flujos de caja de un patrimonio, el segundo paso en el cálculo de la rentabilidad consiste en determinar qué criterio o medida de la misma va a ser utilizada. Existen múltiples aproximaciones o criterios de valoración de inversiones que pueden ser clasificados en dos grandes grupos[34]:

— **Estáticos:** sencillos e intuitivos, pero con el gran inconveniente de que no tienen en cuenta el momento temporal en el que se generan los flujos. Entre ellos, podemos citar el criterio del *flujo neto de caja global* (que indica el beneficio total obtenido), el *flujo neto de caja unidad invertida* (que indica el rendimiento por euro del patrimonio), el *flujo neto de caja anual unidad invertida* (que anualiza el flujo neto de caja unidad invertida) y el *payback,* o período de recuperación (que advierte de los períodos necesarios para recuperar la inversión realizada).

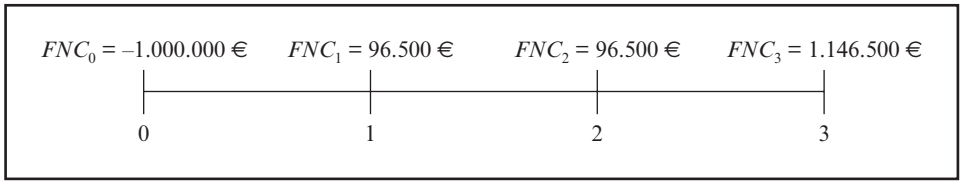


Figura 1.7. Representación gráfica de los flujos netos de caja del patrimonio de Míriam Serres.

[34] Para un estudio pormenorizado de los diferentes criterios de valoración estáticos y dinámicos recomendamos la lectura de Suárez (2005).

© Ediciones Pirámide

Siguiendo con nuestro ejemplo, el *flujo neto de caja global* del patrimonio de Míriam sería tan sencillo de calcular como la suma de todos sus flujos (–1.000.000 + 96.500 + 96.500 + 1.146.500 = 339.500 €), lo que nos advierte de que Míriam ha obtenido unos beneficios globales de 339.500 € con todos sus activos de inversión, es decir, que acaba con un patrimonio final de 1.339.500 €. Dicha rentabilidad (339.500 €) se consiguió con una inversión de 1.000.000 €, lo que equivale a un rendimiento del 33,95% en tres años *(flujo neto de caja unidad invertida),* o, lo que es lo mismo, un 11,32% anual *(flujo neto de caja anual unidad invertida)*. Desde el punto de vista del *payback,* no es hasta el tercer año cuando somos capaces de recuperar (y superar) el millón de euros que se había invertido.

Como puede ver, la simplicidad y la lógica de los criterios estáticos, propios de las cuentas de la abuela, permiten que éstos estén disponibles y al abasto de todas las personas, siendo los mismos una buena aproximación inicial al estudio de la rentabilidad de una inversión o de un patrimonio. Hemos dicho inicial, pues deberíamos esperar un análisis más profesional y profundo de un gestor patrimonial, estudio que deberá realizarse a través de criterios dinámicos de valoración de proyectos de inversión y patrimonios.

— **Dinámicos:** complejos y profesionales, teórica y matemáticamente más correctos, pues incluyen el momento temporal en el que el flujo de caja es generado a través del descuento o capitalización del mismo. Para dicha actualización de flujos se utilizan los regímenes financieros que usted seguramente ya conoce (interés simple, interés compuesto, descuento racional...)[35] y una tasa de referencia, de actualización, que normalmente es el coste de capital o coste de financiación. Los criterios dinámicos más utilizados son el *payback dinámico,* el *valor actual neto (VAN),* el *VAN global* o *generalizado (VANG),* la *tasa interna de rentabilidad (TIR)* y la *TIR generalizada, global* o *efectiva* (*TIRG* o *TRE*). De todos ellos queremos destacar el VAN, que mide el beneficio global de un proyecto de inversión, y la TIR, que analiza lo mismo pero a nivel relativo, en porcentaje anual. Un proyecto de inversión o patrimonio genera beneficios si VAN > 0, y pérdidas en caso contrario. Desde el punto de vista de la TIR, un proyecto será rentable si TIR es mayor que la tasa de descuento utilizada y no lo será si es menor. Sobre el ejemplo que tenemos entre manos será más fácil acabar de entender dichos conceptos. Suponiendo un coste de capital del 10%, que los flujos se generan anualmente y que el régimen financiero utilizado para el descuento de flujos es el de interés compuesto, el VAN ofrecería un resultado de:

[35] Véase el punto A.7 en el anexo para más información sobre las operaciones de descuento y capitalización y el uso de los diferentes regímenes financieros.

© Ediciones Pirámide

$$VAN(k = 10\%) = -1.000.000 + \frac{96.500}{1{,}1} + \frac{96.500}{1{,}1^2} + \frac{1.146.500}{1{,}1^3} =$$

$$= 28.861{,}76\ €$$

lo que significa que Míriam, al finalizar su horizonte temporal de inversión de tres años, obtendrá unos beneficios equivalentes a recibir 28.861,76 € en el momento inicial, o, lo que es lo mismo, un 11,14% anual (TIR = 11,14%), que es el resultado de igualar a cero el VAN anterior y despejar la tasa TIR, tal como indicamos a continuación:

$$VAN = -1.000.000 + \frac{96.500}{(1+TIR)} + \frac{96.500}{(1+TIR)^2} + \frac{1.146.500}{(1+TIR)^3} = 0$$

Introducidas las técnicas y aproximaciones clásicas del cálculo de rentabilidad de un proyecto de inversión, debemos decir que, a nivel de gestión patrimonial, se han desarrollado algunos enfoques propios y otros, ya presentados, se conocen por nombres diferentes y se aplican de manera ligeramente distinta. Pero antes de empezar con un análisis exhaustivo de los mismos (véase tabla 1.5) es preciso hacer dos comentarios.

En primer lugar, supondremos que el análisis lo desarrollamos únicamente entre dos momentos temporales [$(t-1)$ y t], con lo que dispondremos únicamente de dos flujos de caja: todos los flujos intermedios cobrados o pagados los consideraremos realizados en el momento final, aplicando (si es preciso y el gestor lo entiende necesario) el descuento o actualización pertinente. Así, si Juan Pérez, propietario de un patrimonio que genera los siguientes flujos de caja en tres meses: $FNC_0 = -200$; $FNC_1 = 50$; $FNC_2 = 4$; $FNC_3 = 210$, siendo $P_3 = 200$ desea realizar un estudio entendiendo el momento inicial (cero) como $(t-1)$ y como momento final $t = 3$, deberíamos agrupar los flujos en dichos períodos, ya sea sin tener en cuenta que los mismos están en diferentes momentos temporales ($FNC_0 = -200$; $FNC_3 = 50 + 4 + 210$), cosa que no es demasiado profesional para un gestor, o teniéndolo en cuenta y, por tanto, actualizando los flujos con un régimen financiero adecuado (por ejemplo, en este caso, el interés simple) y la tasa correspondiente (imaginaremos que es del 5% anual), con lo que se obtiene[36]:

$$FNC_0 = -200$$

$$FNC_3 = 50 \cdot \left(1 + 0{,}05 \cdot \frac{2}{12}\right) + 4 \cdot \left(1 + 0{,}05 \cdot \frac{1}{12}\right) + 210 = 264{,}44$$

[36] Véase el punto A.7 en el anexo para más información sobre el uso del régimen financiero del interés simple.

© Ediciones Pirámide

En segundo lugar, la distancia temporal entre $(t - 1)$ y t establece en nuestro análisis, de forma implícita, una periodicidad (p) y una frecuencia (m). Así, en el caso de Juan Pérez, la periodicidad (p) será trimestral (los flujos se han generado en dicho período) y, como todos sabemos, hay cuatro trimestres en un año (razón por la que la frecuencia m será de cuatro veces al año). La realidad de que unos flujos y, por tanto, un rendimiento o rentabilidad determinada se ha generado en un período concreto es extremadamente importante, como veremos a continuación, pues afecta a la comparación y la extrapolación de resultados.

Hechos los comentarios, pasemos a estudiar varias herramientas de cálculo de la rentabilidad procedentes de la gestión patrimonial y la inversión financiera, que aparecen sintetizadas en la tabla 1.5, para acabar aplicándolas a los datos recuperados de Juan Pérez, que ya habíamos agregado en $FNC_0 = -200$ y $FNC_3 = 264{,}44$ (dentro de los cuales $P_3 = 200$).

A partir de los mismos podemos calcular las diferentes medidas de rentabilidad recién estrenadas. Así:

$$\Delta P_{3,(4)} = P_3 - P_0 + (M_3 + S_3 + A_3) = 200 - 200 + 64{,}44 = 64{,}44$$

que muestra que la rentabilidad absoluta en el momento 3 (con periodicidad implícita trimestral, de ahí el 4, de cuatro trimestres en un año) es de un beneficio total de 64,44 unidades monetarias:

$$GR_{3,(4)} = \frac{P_3 + (M_3 + S_3 + A_3)}{P_0} = \frac{264{,}44}{200} = 1{,}32$$

que muestra que la rentabilidad relativa bruta es positiva, concretamente 1,32 veces el valor inicial o, lo que es lo mismo, una rentabilidad del 32%, como se observará mejor en la medida de rentabilidad aritmética:

$$R_{3,(4)} = \frac{(M_3 + S_3 + A_3) + (P_3 - P_0)}{P_0} = \frac{64{,}44 + (200 - 200)}{200} = 0{,}32$$

y que la rentabilidad logarítmica es:

$$r_{3,(4)} = \ln\left[\frac{P_3 + (M_3 + S_3 + A_3)}{P_0}\right] = \ln\left[\frac{200 + 64{,}44}{200}\right] = 0{,}279$$

© Ediciones Pirámide

TABLA 1.5

Medidas de rentabilidad/rendimiento procedentes de la gestión patrimonial y de la inversión financiera

Medidas	Fórmula	Interpretación
Rentabilidad absoluta	$\Delta P_{t,(m)} = P_t - P_{(t-1)} + (M_t + S_t + A_t)$	Diferencia entre los valores de una cartera en dos momentos temporales distintos; expresa el beneficio (si es positiva) o la pérdida (si es negativa) total en unidades monetarias. Medida equivalente al criterio del *flujo neto de caja* utilizado en la gestión financiera empresarial.
Rentabilidad relativa	*Rendimiento bruto (Gross Return)* $GR_{t,(m)} = \frac{P_t + (M_t + S_t + A_t)}{P_{(t-1)}}$	Comparación del valor de una cartera respecto a la inversión realizada en la misma; valores superiores a 1 indican una rentabilidad positiva, siendo los menores a la unidad signo de rentabilidad negativa o pérdidas.
	Rentabilidad aritmética $R_{t,(m)} = \frac{(M_t + S_t + A_t) + (P_t - P_{(t-1)})}{P_{(t-1)}}$	Comparación de las rentas o frutos generados por una cartera o patrimonio con la inversión necesaria para obtenerlos; valores mayores que cero indican rentabilidad positiva, siendo los menores signo de pérdidas. La rentabilidad aritmética se interpreta como tanto por uno (o tanto por ciento) de rendimiento por unidad invertida, y equivale al *flujo neto de caja unidad invertida* de la gestión financiera empresarial. Como gran inconveniente, debemos resaltar que no es aditiva, y que los cambios de periodicidad deben hacerse con cautela, utilizando la siguiente fórmula para el interés compuesto, siendo m una frecuencia determinada (por ejemplo, anual, $m = 1$) y n otra (por ejemplo, mensual, $n = 12$): $(1 + R_{(m)})^m = (1 + R_{(n)})^n$.
	Rentabilidad logarítmica $r_{t,(m)} = \ln\left[\frac{P_t + (M_t + S_t + A_t)}{P_{(t-1)}}\right]$	Logaritmo de la relación entre el valor final de la cartera y el valor inicial de la misma; resultados positivos indican beneficios y negativos pérdidas. Se trata de una medida muy utilizada en investigación financiera por sus propiedades matemáticas, entre ellas su capacidad aditiva, siendo posible, gracias a tal propiedad, que el cambio de periodicidad se realice fácil e intuitivamente utilizando la fórmula: $r(m) = (n/m) \cdot r_{(n)}$

NOTA: se han respetado las fórmulas y signos habituales en la literatura financiera; no obstante, debemos advertir que se entiende tomado el valor $P_{(t-1)}$ en valor absoluto (pues en nuestra definición el mismo contiene un signo negativo al tratarse de una inversión o desembolso inicial).

© Ediciones Pirámide

1.2.4. Riesgo

Empezaremos, como es habitual, puntualizando el concepto que nos ocupará en esta parte del libro. En este sentido, entendemos riesgo, de forma general, como *proximidad de un daño* o *posibilidad o probabilidad de que las expectativas no se materialicen y que se produzcan hechos perjudiciales para nuestra posición*.

1.2.4.1. *Clasificación de riesgos*

De tal definición, amplia y genérica, se deduce necesariamente una conclusión muy importante: que existen muchísimos riesgos, pues multitud de elementos y situaciones que usted pueda imaginar cumplirán con la definición que acabamos de presentar. En pro de la ordenación de dichas situaciones, es decir, en pro de la clasificación de las diferentes amenazas a las que nos enfrentamos, encontrará a continuación (tabla 1.6) una clasificación de riesgos que utiliza el enfoque de la gestión de riesgos corporativos.

Según esta aproximación, una empresa (y para nuestro objetivo, también un patrimonio y todos los activos que circunscribimos en él[37]) puede verse amenazada/o desde dos flancos:

— **Desde un punto de vista general (marco general),** por *todos aquellos elementos que inciden de forma negativa y genérica en la empresa* (es decir, en nuestras inversiones productivas, aunque podemos extender tal amenaza también a nuestro patrimonio) *y en los diferentes agentes que interactúan con ella/él,* pudiendo ser los mismos de cuatro tipos:

1. **Riesgo de situación económica (o riesgo ambiental),** definido como *los cambios inesperados en variables macroeconómicas* como el PIB, los tipos de interés, la inflación... *que afectan al crecimiento de las economías*. Si tuviéramos que sintetizar, diríamos que el riesgo de situación económica *mide las sorpresas negativas que nos puede dar el crecimiento nacional e internacional,* y que atacan variables clave como las ventas de nuestros negocios (inversiones productivas), el valor de las acciones que poseemos (que cae en picado en momentos de recesión económica), el precio de nuestros inmuebles (que desciende al caer la capacidad adquisitiva y la demanda), etc.
2. **Riesgo de entorno competitivo,** que incide directamente en nuestras inversiones productivas (negocios mercantiles) y que podemos defi-

[37] Un estudio detallado de los diferentes activos de inversión puede encontrarse en el punto 3.2.3 de este libro, capítulo que debe ser completado con el análisis y clasificación de los activos patrimoniales que el lector puede revisar en el punto 2.3.3, dedicado al balance patrimonial personal.

© Ediciones Pirámide