

# Memoria Anual 2021

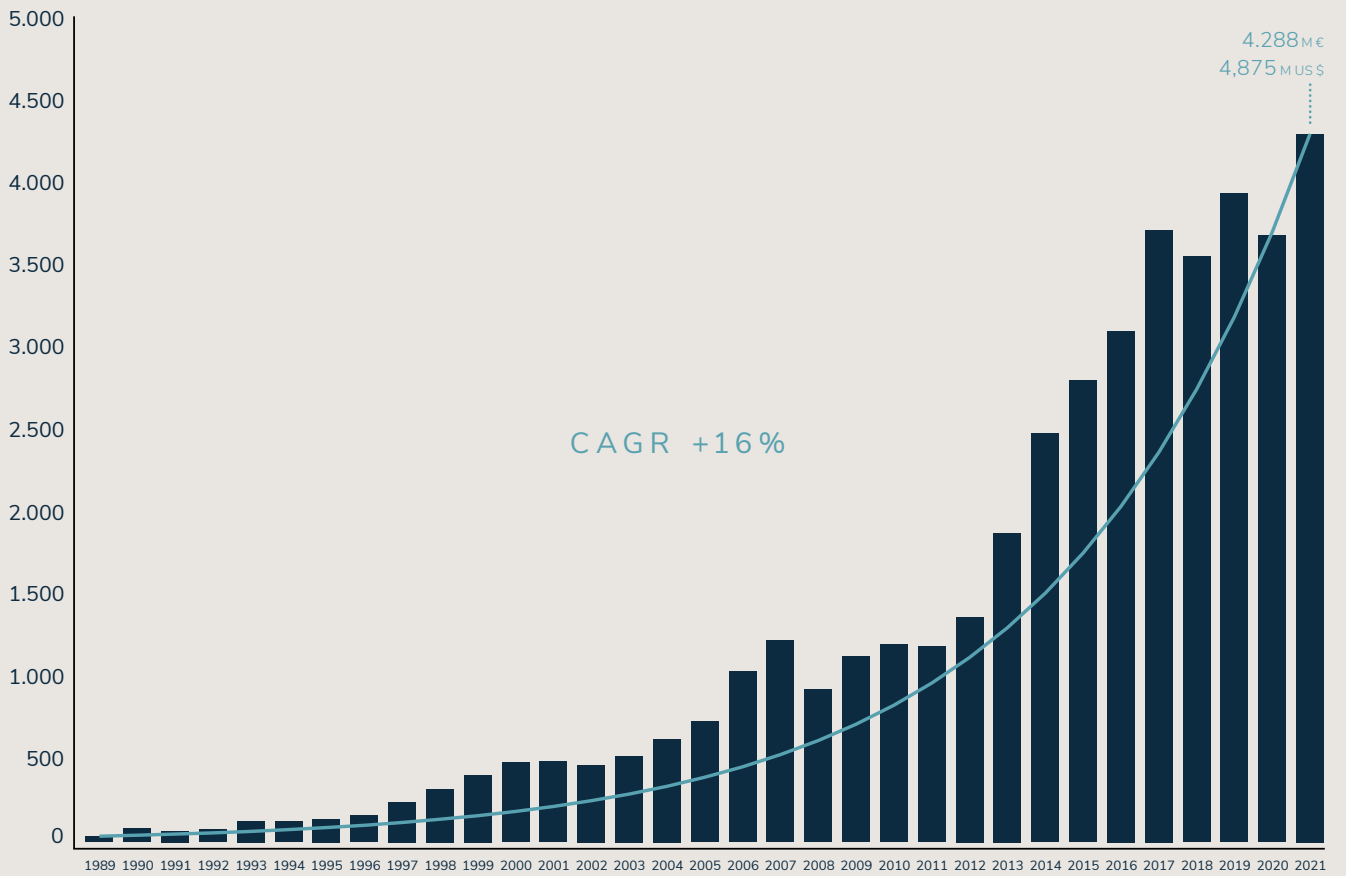
Annual Report  
edm.es



# Activos bajo gestión (AUM)

Assets under management





# Sumario

## Summary

+

**Consejo de administración** 6  
Board of directors

**Carta del presidente** 8  
Letter from the chairman



## 01

<b>2021: El gran rebote</b>	<b>12</b>
2021: The great rebound	

## 02

<b>Ideas para inversores</b>	<b>18</b>
Ideas for investors	

Los factores estructurales de la inflación	20
Structural factors of inflation	
¿Pueden las acciones de calidad proteger el patrimonio de la inflación?	22
Can quality shares protect wealth from inflation?	
Gestión táctica vs. selección de activos	24
Tactical management vs. stock picking	
Una reflexión sobre la economía del futuro	26
A reflection on the future economy	
La reordenación de las SICAVs	28
SICAVs restructuring	

## 03

<b>El año 2021 para EDM</b>	<b>30</b>
2021 for EDM	

Propósito, Misión y Visión	32
Purpose, Mission and Vision	
Los resultados de gestión de IICs y SICAVs a largo plazo	33
Management results: long term SICAVs and UCIs	
EDM Pointer, SIL	35
EDM Pointer, SIL	
Estilo único, soluciones diversas	37
Unique style, diverse solutions	
Los Foros de Inversores EDM	38
EDM Investor Forums	
El año en cifras	42
The year in figures	

# Consejo de Administración

## Board of Directors

### Eusebio Díaz-Morera

Presidente

Chairman

### Antonio Sagnier

Vicepresidente 1º

1st Vice-chairman

### Tristán Pasqual del Pobil

Vicepresidente 2º

2nd Vice-chairman

### Antonio Estabanell

Consejero Delegado

CEO

### Rafael Arnedo

Juan Aznar<sup>1</sup>

María Díaz-Morera

Juan Manuel Granados

Ernesto Mestre<sup>2</sup>

Felipe Oriol

Luis Ussia

Vocales

Members

### Eva González\*

Secretario

Secretary

### Juan Díaz-Morera\*

Vicesecretario y Letrado Asesor

Vice-secretary and Legal Counsel

\* No Consejeros

Non-members

<sup>1</sup> Presidente de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones (CNR)  
Chair of the Appointments and Remuneration Committee (ARC)

<sup>2</sup> Presidente de la Comisión de Auditoría y Control Interno (CACI)  
Chair of the Internal Control and Audit Committee (ICAC)

CONSEJO ASESOR  
ADVISORY BOARD

**Santiago Armada**

Presidente

Chairman

**Rodrigo Achirica**

**Ricardo Iglesias**

**Juan Torras**

Vocales

Members

COMITÉ DE DIRECCIÓN  
MANAGEMENT COMMITTEE

**Antonio Estabanell**

Presidente

Chairman

**Lluís Fortuny**

**Carlos Llamas**

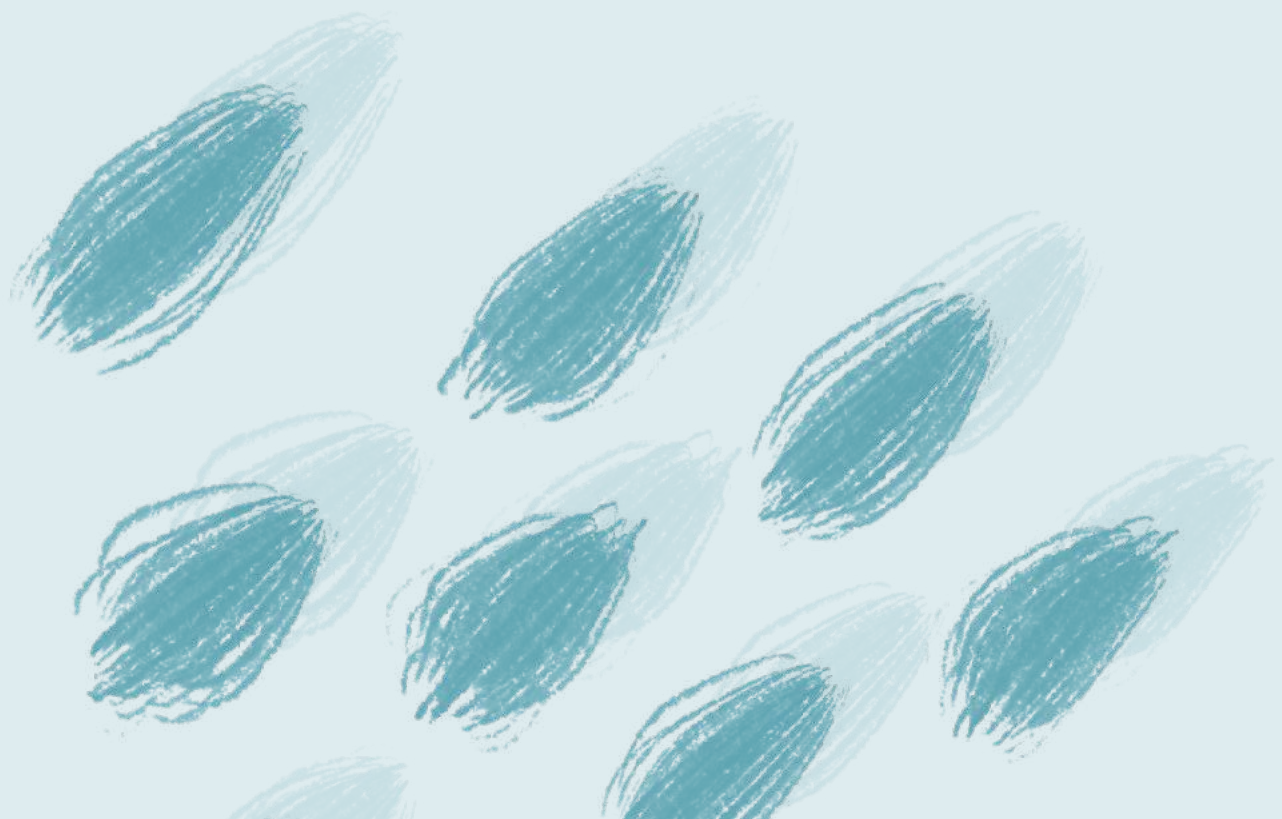
**Adolfo Monclús**

**Fernando Vega**

**Ricardo Vidal**

Vocales

Members



# Carta del Presidente

Letter of the chairman





La sucesiva aparición de nuevas variantes de la Covid-19 no ha impedido una vigorosa recuperación de la economía mundial, si bien su intensidad se ha hecho más imprevisible a medida que el año avanzaba. En muchos países la economía ha vuelto ya al nivel pre-pandemia, en contraste con la evolución económica tras la Gran Crisis Financiera (GFC) de 2008.

La súbita y violenta recuperación de las economías ha venido acompañada de un repunte desconocido de la inflación que, a fin de 2021, se situaba a niveles no registrados en los últimos 40 años. A este fenómeno ha contribuido grandemente el intenso apoyo fiscal (gasto público) y monetario (inundación de liquidez por los Bancos Centrales).

En la segunda parte del año han empezado a emerger dudas sobre cómo los Gobiernos y los Bancos Centrales gestionarán el retorno a una normalización de las políticas económicas y en los mercados hemos asistido en la segunda parte del año a violentas rotaciones sectoriales y volatilidad creciente que, con toda seguridad, proseguirán en 2022.

Desde el punto de vista de los resultados de la inversión para nuestros clientes, el contenido de esta memoria ilustra con creces que ha sido uno de los mejores de nuestros 32 años de existencia. En EDM, sin embargo, insistimos en la necesidad de adoptar un enfoque a largo plazo de la inversión. Es decir, ver la inversión “como una película y no como una foto” (ver cuadro 3).

Globalmente los activos que gestionamos (AUM) para nuestros clientes, a través de cualquiera de las soluciones que ofrecemos en nuestra relación con ellos, han crecido un 16,8% retornando a nuestra tasa histórica (CAGR) desde 1989.

The successive appearance of new COVID-19 variants failed to avert a healthy rebound for the world economy, though its intensity became more unpredictable as the year progressed. In many countries, the economy returned to pre-pandemic levels, unlike the economic evolution in the wake of the Great Recession of 2008.

The sharp and forceful economic recovery was accompanied by a spike in inflation, which, by the end of 2021, had reached a 40-year high. Contributing to this phenomenon was intense fiscal (public spending) and monetary (liquidity injections by central banks) support.

In the second half of the year, concerns began to surface about how governments and central banks would manage the return to normalised economic policies, while markets experienced widespread sector rotation and increased volatility that, doubtless, will continue in 2022.

From the point of view of our clients' investment results, the content of this report clearly illustrates that it was one of the best years in our 32-year history. At EDM, however, we insist on taking a long-term approach to investing, seeing the investment “like a film rather than a photo” (see Table 3).

Overall, the assets we manage (AUM) for our clients, across the range of solutions we offer, grew 16.8%, returning to a historical growth rate (CAGR) unseen since 1989. An important vector of this growth is the appreciation of investment portfolios.

This appreciation is the result of an artisanal approach to management that we at EDM have dubbed the “craft of investing.” This approach distinguishes us from the prevailing industrialisation of financial investment,

Vector importante de este crecimiento es la revalorización de las carteras de inversión.

Estas revalorizaciones son resultado de una aproximación artesanal de la Gestión, que en EDM hemos bautizado “oficio de invertir”. Esta aproximación nos diferencia de la industrialización de la inversión financiera imperante, espoleada por los bajos tipos de interés, pues una gran parte del crecimiento de los activos (AUM) es consecuencia de la transformación de depósitos bancarios en participaciones de fondos de inversión. Es posible que si, como parece previsible, los tipos de interés se recuperan, una parte de este movimiento pueda revertirse.

La explosión de liquidez creada por los Bancos Centrales y la subida de los precios de la mayoría de activos financieros ha animado a los inversores minoristas a tomar el liderazgo de las Bolsas, con un enfoque muy especulativo. Sólo recordar aquí que el periodo medio de tenencia de las acciones cotizadas en EEUU es ¡inferior a los 12 meses!

Para el equipo de EDM 2021 ha sido un año de cambios intensos en muchos frentes: en el ámbito de nuevos productos, en la comunicación con nuestros clientes, así como la adopción de nuevas soluciones tecnológicas. Estos cambios proseguirán.

A las 83 personas que forman parte de nuestra organización les agradezco nuevamente su esfuerzo, en un año en el que las normas sanitarias han obligado a trabajar tanto de forma presencial como telemática que, de gran ayuda para muchas actividades, ha limitado nuestra tradicional atención personalizada.

Mi último aunque principal agradecimiento es para nuestros 3.735 clientes cuya confianza, fidelidad y apoyo nos comprometen para que, manteniendo los rasgos de identidad que nos diferencian, nos esforcemos por mejorar permanentemente nuestro servicio.

spurred by low interest rates, since a large portion of asset growth is the result of transforming bank deposits into investment fund holdings. It is possible that if interest rates recover, which appears to be the case, this movement could be reversed in part.

The influx of liquidity created by the central banks and the rising price of most financial assets have encouraged retail investors to take leadership of security exchanges with a highly speculative approach. It is important to remember here that the average holding period for US listed shares is less than 12 months!

For the EDM team, 2021 was a year of intense changes on many fronts: in the field of new products, in communication with our clients, and in the adoption of new technological solutions. Such changes will continue.

To the 83 people who make up our organisation, I thank you again for your efforts, in a year when health regulations forced us to work both in-person and online which—though of great help in many respects—limited our traditional personalised client care.

Finally, I would like to thank our 3,735 clients, whose trust, loyalty, and support inspire us to constantly strive to improve our service, while maintaining the distinctive traits that set us apart.



*Miy*

Eusebio  
Díaz-Morera

# 2021: El gran rebote

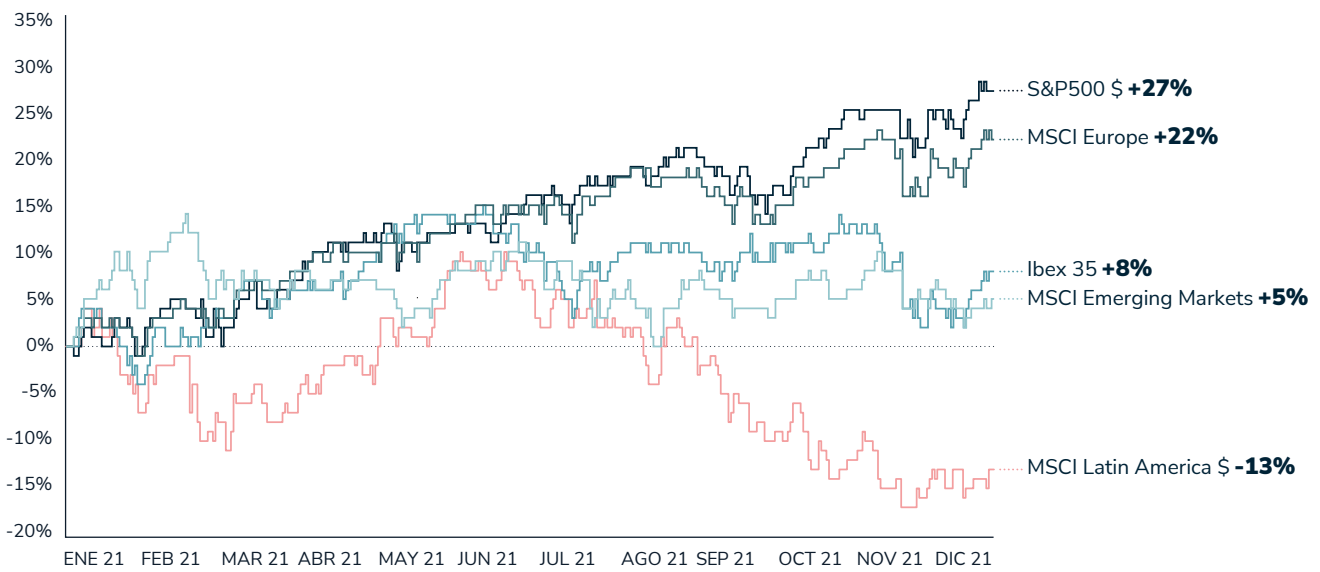
2021: The great rebound

# 01

Las Bolsas han tenido en 2021 un año muy positivo, con revalorizaciones superiores a dos dígitos, como se refleja en el Gráfico 1. Este movimiento ha sido particularmente intenso en EEUU y Europa.

2021 was a very positive year for stock markets, with double-digit appreciations, as illustrated in Graph 1. This movement was particularly intense in the US and Europe.

Gráfico 1 Graph 1



FUENTE: Bloomberg

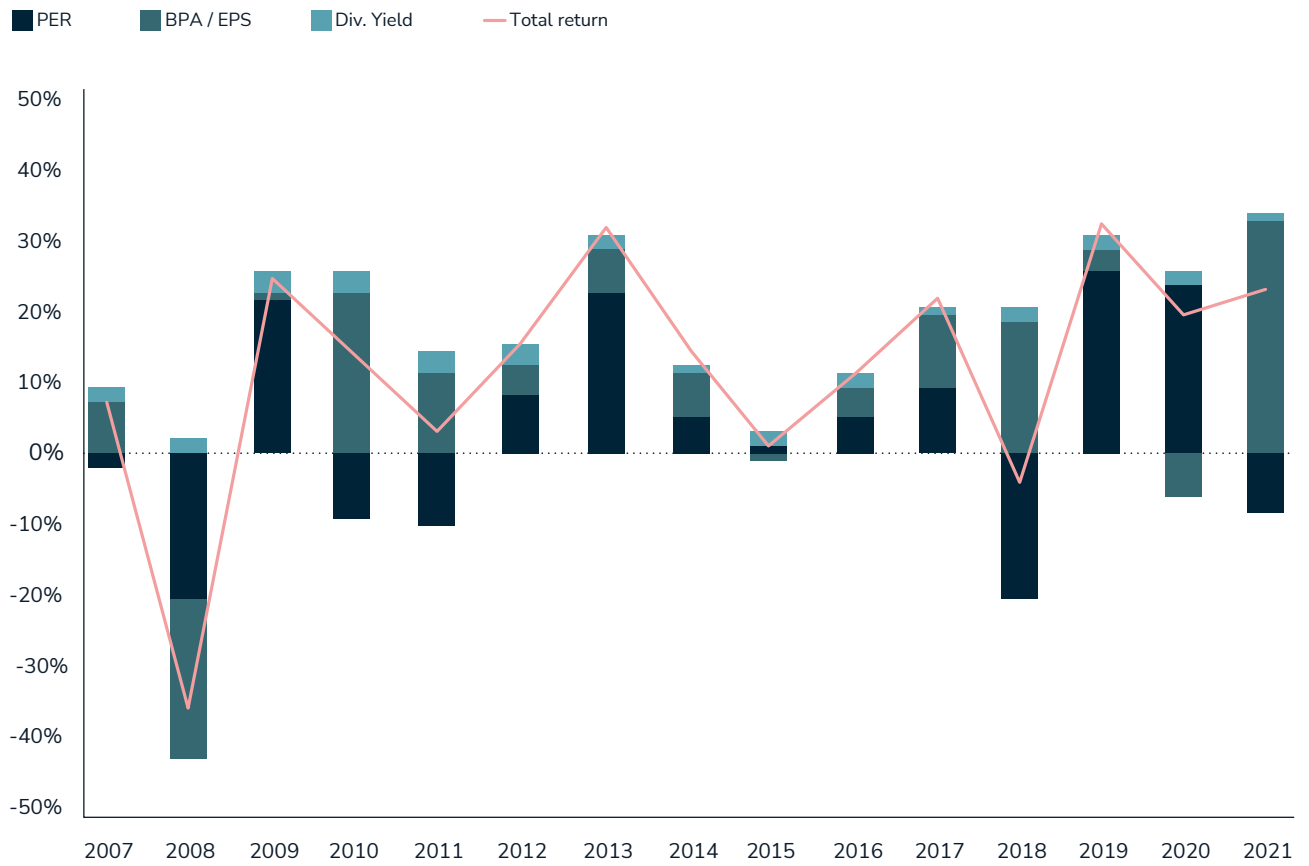
(\*) Datos diciembre 2021 Data to December 2021

El motor de las cotizaciones ha sido el crecimiento de beneficios por acción (BPA) que, habiendo caído bruscamente en 2020 a causa de la Covid-19, han rebotado bruscamente en 2021. Sin embargo, las cotizaciones han crecido menos que los BPA, por lo cual los múltiplos PER (Cotización /BPA) se han contraído (Gráfico 2): buena noticia para los inversores a largo plazo.

One steady driver of share prices was EPS (earnings per share) growth, which, after plummeting in 2020 due to COVID, rebounded sharply in 2021. EPS growth outpaced the growth of share prices, with P/E ratios (share price/EPS) contracting (Graph 2): good news for long-term investors.

Gráfico 2 Graph 2

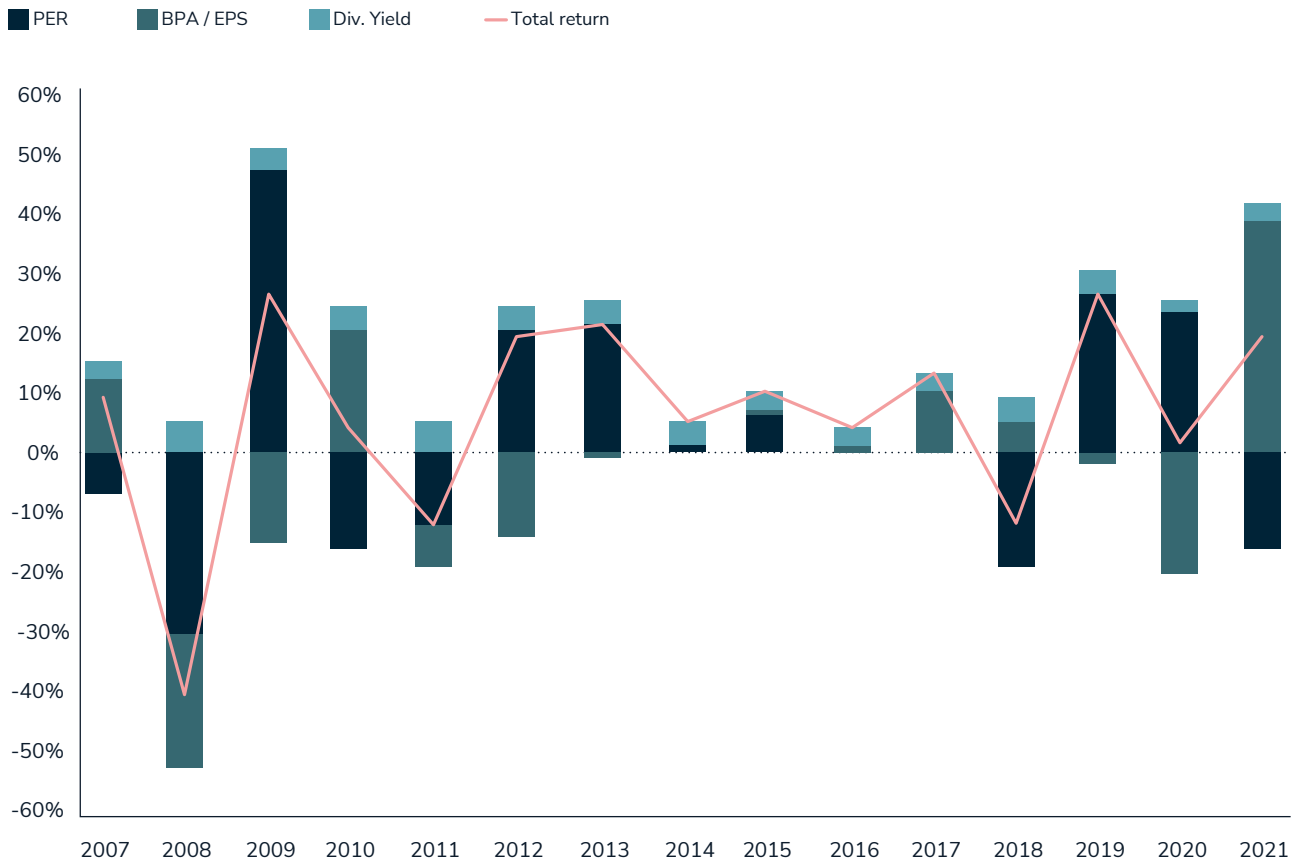
## DESCOMPOSICIÓN DE RETORNOS S&P500 / BREAKDOWN OF S&P500 RETURNS



FUENTE: AFI

Gráfico 2 Graph 2

## DESCOMPOSICIÓN DE RETORNOS EUROSTOXX / BREAKDOWN OF EUROSTOXX RETURNS



FUENTE: AFI



Aunque el indicador PER sigue estando a niveles históricamente elevados, debe tenerse en cuenta que: (1) los crecimientos de BPA han sido importantes y en principio deben proseguir aunque más moderadamente en 2022 y (2) que los tipos de interés nulos a nivel nominal y negativos a nivel real (es decir, deducida la inflación) justifican mecánicamente múltiplos altos.

La discrepancia más notable es el comportamiento descorrelacionado de las Bolsas de los países emergentes. La Bolsa con mayor peso entre ellas es China, cuyo peso en el MSCI Emerging Markets es del 35%. Su negativo desempeño tiene su origen en medidas gubernamentales tendentes a enfriar el sector inmobiliario, así como a introducir medidas sociales orientadas a controlar y/o reducir la creciente desigualdad.

En cuanto a la Renta Fija, las laxas políticas monetarias aplicadas por los Bancos Centrales desde marzo de 2020 (en plena pandemia) se han mantenido a lo largo de 2021. Pero, a diferencia del año anterior, no hay unanimidad sobre cuál va a ser el momento y la intensidad del giro de los Bancos Centrales hacia una normalización de los tipos de interés. Ese debate, ligado al de la visión de la inflación a corto plazo (¿transitoria?) o a medio plazo (¿estructural o moderada?) ha movido los precios de la Deuda Pública, cuyos índices cierran en negativo en 2021 (Cuadro 1).

Though P/E indicators remain at historically high levels, it is worth noting that: (1) EPS growth has been considerable and, in principle, should continue, albeit more moderately in 2022; and (2) zero interest rates at the nominal level and negative rates at the real level (after allowing for inflation) automatically justify high multiples.

The most notable discrepancy is the uncorrelated performance of emerging stock markets, the most influential among them being the Chinese market, which accounts for 35% of the MSCI Emerging Market index. Its substandard performance stems from government measures aimed at cooling down the real estate sector and introducing social measures designed to control and/or reduce rising inequality.

With regard to bonds, the central banks maintained their lax monetary policies applied in March 2020 (in the midst of the pandemic) throughout 2021. But, unlike the previous year, there is no consensus on the timing and intensity of the shift toward normalising interest rates. This debate, which is linked to a perception of inflation as short term (transitory) or medium term (structural or moderate), has affected public debt prices, whose indices closed in negative territory in 2021 (Table 1).

Cuadro 1 Table 1

## ÍNDICES / INDICES

<b>Renta fija Fixed income</b>	<b>2021</b>
Barclays Euroagg 1-3 Años	<b>-0,52%</b>
1-3 Años Euro Broad Market	<b>-0,51%</b>
Global High Yield BB-B Sd Local	<b>0,28%</b>
Merrill Lynch Us High Yield BB-B Local	<b>4,58%</b>
Euro High Yield BB-B	<b>2,83%</b>

El diferente comportamiento de la Deuda Pública y Privada IG y el de Corporativa de Alto Rendimiento (HY) queda pues de manifiesto. Mientras las primeras tienen un carácter básicamente defensivo, los bonos de alto rendimiento (High yield) siguen la estela de las cotizaciones de las acciones de las Bolsas.

The different performance of IG public and private debt vs. that of HY corporate bonds is evident. While the former are largely defensive in nature, the latter mimic the trends of stock market share prices.

# Ideas para inversores

Ideas for investors

# 02

# LOS FACTORES ESTRUCTURALES DE LA INFLACIÓN

## STRUCTURAL FACTORS OF INFLATION

La inflación se ha disparado en todas las economías a medida que 2021 avanzaba alcanzando niveles muy elevados, no registrados en muchos años.

Y, aunque el debate sobre su carácter transitorio o estable sigue abierto, todo parece indicar que el pico se alcanzará en el primer semestre de 2022. Tal previsión, aunque con dudas, es la opinión mayoritaria y parece lógica pues el llamado “efecto base” augura una inflación media para 2022, inferior a la de finales de 2021.

No obstante, para los inversores a largo plazo la pregunta clave es si vamos a asistir a un nivel de inflación más elevado de forma permanente durante la presente década. Muchos de los que responden positivamente a esta preocupación añaden a los puramente económicos, criterios sociales y políticos.

La mayoría de ellos derivan de la observación de que, tras la Gran Crisis Financiera (GCF) de 2008, han cambiado radicalmente las bases teóricas y prácticas de un largo ciclo basado en el llamado “Washington Consensus” presidido por una visión liberal del capitalismo para dar paso a una visión más socialdemócrata, tanto en EEUU como en Europa.

As 2021 progressed, inflation skyrocketed across many economies, reaching excessive levels not seen for years.

Although the debate about whether it is a transitory or stable phenomenon remains open, all indications suggest that it will peak in the first half of 2022. Though not a foregone conclusion, this is the majority opinion and it seems logical considering the so-called base effect predicts that average inflation in 2022 will be lower than that of late 2021.

Still, for long-term investors the key question is whether we will see higher permanent inflation in this decade. Many of those who respond in the affirmative to this concern add social and political criteria to purely economic factors.

The majority of these stem from the observation that, after the Great Recession of 2008, the practical and theoretical bases of a long-term cycle based on the Washington Consensus, presided over by a liberal view of capitalism, changed radically in favour of a more social democratic view in both the US and Europe.

Entre los rasgos aducidos para justificar ese cambio recogemos los siguientes:

- a.** Incremento de la desigualdad de la riqueza y de los ingresos en muchos países, especialmente en EEUU, que da paso a la adopción de salarios mínimos más elevados.
- b.** Estancamiento, cuando no reversión, de la globalización del comercio mundial y vuelta a inversiones más cercanas a los centros de consumo.
- c.** Un renovado intervencionismo y mayor presencia del sector público en la economía.
- d.** Tolerancia de los Bancos Centrales con una inflación moderada para facilitar la devolución de un nivel de deuda pública sólo igualado tras la II Guerra Mundial.

El efecto combinado de estos factores parece augurar algo más de inflación en la presente década. El problema de la inflación es que permanece durmiente a niveles bajos, hasta que reaparece fogosa y obliga a los Bancos Centrales a intervenir para no perder el control monetario.

Es lo que probablemente va a ocurrir en 2022, pues los Bancos Centrales temen perder su credibilidad y persiguen a toda costa que las expectativas de inflación no se consoliden a través de una espiral precios/salarios.

Naturalmente, el giro de la política monetaria va a traer volatilidad en los mercados hasta que los inversores no asuman el nuevo marco.

Among the factors justifying this change are the following:

- a.** Increasing wealth and income inequality in many countries, especially the US, prompting the implementation of higher minimum wages.
- b.** The stagnation, if not the reversal, of world trade globalisation and a return to investments closer to centres of consumption.
- c.** Renewed interventionism and a greater public-sector role in the economy.
- d.** Tolerance of the central banks to facilitate the repayment of a level of public debt not seen since after World War II in a climate of moderate inflation.

The combined effect of these factors seems to foreshadow further inflation this decade. Problematically, inflation often remains dormant at low levels until it reappears with force, prompting central banks to intervene in order to maintain monetary control.

This will likely happen in 2022. The central banks fear losing their credibility and will, therefore, strive at all costs to ensure that inflation expectations do not evolve into a price/salary spiral.

Naturally, the shift in monetary policy will bring volatility to markets until investors come to terms with the new framework.

# ¿PUEDEN LAS ACCIONES DE CALIDAD PROTEGER EL PATRIMONIO DE LA INFLACIÓN?

## CAN QUALITY SHARES PROTECT WEALTH FROM INFLATION?



Durante casi una década la inflación, durmiente, había desaparecido del radar de los inversores. Pero el efecto combinado de la violenta recuperación de las economías tras la pandemia Covid, el incrementado gasto público para evitar otra gran crisis financiera y la inundación de liquidez por los Bancos Centrales han puesto a la inflación en el centro de las preocupaciones de los mercados.

En este contexto, los inversores en Renta Fija desean proteger sus rentas en términos reales y ajustan el rendimiento efectivo del interés bajando los precios de esos activos. En consecuencia, la mayoría de los gestores y de los bancos privados aconsejan la inversión en acciones, es decir, en Renta Variable que, se supone protege mejor de la inflación que la Renta Fija.

Lying dormant for nearly a decade, inflation had virtually disappeared from investors' radars, but the combination of a sharp post-pandemic economic recovery, increased public spending to avert another major financial crisis, and liquidity injections by the central banks, has put inflation squarely in the middle of market concerns.

In this context, bond investors want to protect their income in real terms and tighten the effective yield by lowering the prices of these assets. Consequently, most managers and private banks recommend investing in shares, or equities, which ostensibly provide better protection from inflation than bonds.

La experiencia histórica es, sin embargo, más compleja pues conviene recordar que el nivel de inflación y la velocidad de su subida también son factores relevantes. Además, no todas las empresas se encuentran en la misma situación. El precio de la energía representa a fin de 2021 casi la mitad de la inflación en Europa, por lo que muchas empresas industriales sufrirán ese impacto ya que las mejoras de eficiencia energética para reducir su impacto requieren inversiones y tiempo.

Más allá de este efecto, lo relevante para los inversores a largo plazo es identificar a aquellas empresas que, de forma estructural, pueden repercutir en los precios de sus productos o servicios el aumento de costes sin perder ventas. Esta capacidad de fijación de precios (“pricing power”) es determinante y puede venir asociada a uno o varios de los factores siguientes:

- Posición dominante en el mercado
- Barreras que dificulten la entrada de competidores
- Productos o servicios de consumo necesario
- Productos o servicios innovadores
- Marca poderosa
- Contratos a largo plazo con revisión automática de precios

Esta lista indicativa nos hace recordar que las mejores compañías (compañías de calidad) pueden atravesar con éxito un entorno inflacionista pues sus ventas y beneficios se generan en términos nominales, es decir “inflacionados”. No hay tantas en el mundo y, por ello, la selectividad es esencial: la calidad es escasa.

Algunos las califican de “aburridas”, pero han de ser el núcleo de una cartera de acciones para inversores conservadores que quieran permanecer serenos cuando los mercados están nerviosos.

The historical experience, however, is more complex, and it should be remembered that the level of inflation and the speed of its rise are also relevant factors. Moreover, not all companies are in the same situation. Energy prices accounted for nearly half of Europe's inflation at the 2021 close, so many industrial companies will feel the effects disproportionately, since energy efficiency upgrades require time and investment to implement.

Beyond this effect, it is important that long-term investors identify companies that can transfer cost increases to the price of their products or services in a structural way, without jeopardising sales. This pricing power is crucial and may be associated with one or more of the following factors:

- Dominant market position
- Barriers that hinder the entry of competitors
- Products or services considered consumer staples
- Innovative products or services
- Powerful brands
- Long-term contracts with scheduled price reviews

This cursory list reminds us that the best companies (quality companies) can successfully weather an inflationary environment because their sales and profits are generated in nominal, or “inflated”, terms. Because there aren't many in the world, selectivity is essential: quality is scarce.

Some consider them “boring”, but they should comprise the core of any stock portfolio for conservative investors who want to retain peace of mind when markets are anxious.

## GESTIÓN TÁCTICA VS. SELECCIÓN DE ACTIVOS TACTICAL MANAGEMENT VS. STOCK PICKING

— El estilo de inversión de EDM da preferencia a la selección de activos de Renta Fija y Variable de calidad y en menor medida en anticipar el comportamiento a corto plazo del mercado.

— EDM's investment style prioritises the selection of quality bonds and equities over any attempt to anticipate the short-term behaviour of markets.

El largo periodo de bajos tipos de interés ha traído como consecuencia una reducción histórica del margen de intermediación de las entidades bancarias, es decir, la diferencia entre el tipo de interés percibido por las operaciones de crédito y el pagado a los depósitos bancarios.

El colapso de este diferencial, la base del negocio bancario tradicional, ha forzado a las entidades bancarias a generar ingresos por otras vías: esencialmente la percepción de comisiones por servicios y/o por la comercialización de productos de inversión y de pólizas de seguros.

The prolonged period of low interest rates has resulted in a record decrease in banks' net interest income, meaning, the difference between the interest rate of credit transactions and that paid on bank deposits.

The collapse of this spread (the basis of traditional banking) has forced financial institutions to generate income by other means: mainly through charging fees for services and/or the marketing of investment products and insurance policies.



Como muchos de esos productos tienen riesgo de precio, esa evolución ha convertido de manera forzada a los ahorradores tradicionales en inversores: la diferencia no es menor. Al propio tiempo, y dando un paso más, las entidades financieras ofrecen servicios de asesoramiento y gestión discrecional de carteras implementados bajo un esquema masificado alejado de la práctica histórica de la banca privada. Estos servicios de asesoramiento o gestión discrecional de carteras tienen hoy dos características: (1) se prestan a titulares que en ocasiones tienen poca experiencia inversora y (2) las entidades basan sus servicios en opiniones y juicios de inspiración macroeconómica para tratar de anticipar el comportamiento a corto plazo de los mercados.

La experiencia acredita que nadie sabe lo que la economía y los mercados depararán a corto plazo. Lo que hace que un enfoque táctico basado en anticipar qué activos o qué zonas geográficas van a ofrecer mejores retornos no ha podido demostrar sus méritos. Por el contrario, está acreditado que los resultados de los Fondos de Inversión son mejores que los de sus propios partícipes, lo cual demuestra que los inversores (y sus asesores), movidos por la euforia o el pesimismo, se dejan arrastrar por sus emociones.

El estilo de inversión de EDM, a la vista de esta experiencia contrastada, da preferencia a la selección de activos de Renta Fija y Variable de calidad y en menor medida en anticipar el comportamiento a corto plazo del mercado.

Ello exige una selección disciplinada y aceptar estoicamente la volatilidad de los precios en los mercados financieros. El tiempo diluye la volatilidad de los precios y permite, si la selección de activos es rigurosa, alcanzar excelentes retornos que protegen el patrimonio a largo plazo (ver Cuadro 3).

Because many of these products carry price risk, this evolution has forced numerous savers to become investors; the difference is not insignificant. At the same time, going one step further, financial institutions offer advisory services and discretionary portfolio management under a widespread scheme far removed from the conventional practice of private banking. Today these advisory or discretionary portfolio management services have two characteristics: (1) they are provided to clients who often have little investment experience, and (2) banks base their services on macro-inspired opinions in an effort to anticipate the short-term behaviour of markets.

Experience has shown that no one knows what's in store for the economy or markets in the short term, rendering a tactical approach based on anticipating which assets or geographic areas will offer better returns unfounded. On the contrary, it has been proven that the results of investment funds surpass those of their own unitholders, demonstrating that investors (and advisors), moved by optimism or pessimism, can get caught up in emotion.

In light of this, EDM's investment style prioritises the selection of quality bonds and equities over any attempt to anticipate the short-term behaviour of markets.

This requires a disciplined approach to selection and a stoic acceptance of financial market price volatility. Time dilutes price volatility and, with rigorous stock picking, allows for excellent returns that protect wealth over the long term (see Table 3).

# UNA REFLEXIÓN SOBRE LA ECONOMÍA DEL FUTURO

## A REFLECTION ON THE FUTURE ECONOMY

A pesar de las incertidumbres intermitentes y del colapso en 2020 de la economía mundial, el trienio 2019-2021 ha ofrecido resultados en Renta Variable superiores a las medias históricas.

Despite intermittent uncertainties and the disruption of the global economy in 2020, the three-year period from 2019 to 2021 delivered historically higher-than-average results for equities.

Cuadro 2 Table 2

### ÍNDICES / INDICES

Renta Variable Equities	2021	2020	2019
Ibex 35	<b>7,93%</b>	-15,45%	11,82%
MSCI Europe	<b>22,38%</b>	-5,37%	22,24%
S&P500 (*)	<b>26,89%</b>	16,26%	28,88%
MSCI Emerging Markets	<b>4,86%</b>	8,54%	20,61%
NASDAQ (*)	<b>21,39%</b>	43,64%	35,23%
MSCI Latin America (*)	<b>-13,13%</b>	-15,97%	13,71%

(\*) Datos en USD Data in USD

Especialmente llamativo ha sido el desempeño de las grandes compañías norteamericanas y, de modo particular, aquellas cuyo negocio está vinculado a la innovación tecnológica. Este tipo de empresas, también presentes en las Bolsas europeas, se ha beneficiado no sólo del impacto de la pandemia, que es coyuntural, sino de la aceleración tecnológica que es estructural y que está cambiando el perfil de las economías y de las empresas.

Especialmente noteworthy was the performance of large US companies, particularly those with businesses linked to technological innovation. These types of companies, also present on European stock exchanges, have not only benefitted from the temporary impact of the pandemic, but from a structural technological acceleration that is changing the profile of economies and companies.

En el pasado las grandes compañías se caracterizaban por grandes inversiones en activos físicos, por ejemplo, inmuebles, maquinaria y equipo. La industria tradicional es un buen ejemplo de ello. La consecuencia contable es que la inversión pasa a la cuenta de resultados vía amortización del inmovilizado durante un buen número de años.

Por el contrario, hoy las compañías de contenido tecnológico invierten en mucha menor proporción en activos fijos ("asset light" en terminología anglosajona). La consecuencia es que, en lugar de invertir en instalaciones y equipo, esas empresas "invierten" en personas altamente cualificadas. La consecuencia contable es que la incorporación a la cuenta de resultados se registra como gasto anual en un activo intangible: el capital humano.

En otras palabras, para comparar las cuentas de resultados de ambos tipos de empresa es preferible remontarnos a los resultados operativos (EBITDA) y no al beneficio (BDI) para efectuar un juicio comparativo de valoración. Con esa corrección, los múltiplos (PER) a los que cotizan las empresas tecnológicas, aunque exigentes no parecen tan exagerados, especialmente si mantienen sus elevados ritmos de crecimiento.

A lo largo de la historia la economía mundial ha sufrido diferentes periodos de aceleración y cambios tecnológicos, que han determinado las décadas siguientes. Ahora estamos en uno de ellos y los inversores a largo plazo no pueden ignorarlo so pena de concentrarse en monumentos empresariales del pasado pero perdiendo el tren del futuro.

In the past, large companies were characterised by large investments in physical assets (property, machinery, equipment). Traditional industry is a good example of this. The accounting consequence is that investment shifts to the income statement via the amortisation of fixed assets over many years.

By contrast, today many tech companies invest in far fewer fixed assets ("asset light"), that is, instead of investing in facilities and equipment, these companies invest in highly qualified people. The accounting upshot is that inclusion on the income statement is posted as an annual expense on an intangible asset: human capital.

In other words, when weighing the income statements of both types of companies, it is preferable to refer to the operating results (EBITDA) rather than profits (post-tax) to make a comparative judgement on valuation. With this correction, the multiples (P/E ratios) at which tech companies trade, though demanding, do not seem overly inflated, especially if they maintain their high growth rates.

Throughout history, the global economy has undergone different periods of technological change and advancement that defined the decades to follow. We are in the midst of one at the moment and long-term investors who choose to ignore the fact, in favour of the corporate monuments of yesteryear, risk missing the boat to the future.

## LA REORDENACIÓN DE LAS SICAVs SICAVs RESTRUCTURING

— En las SICAVs, los accionistas pueden incidir en la política de inversiones. No así en los Fondos de Inversión donde los inversores no tienen ninguna influencia en las decisiones de inversión, que quedan en manos de la Gestora.

— Given the corporate structure of SICAVs, shareholders can influence investment policy. This, however, is not the case for investment funds, where investors have no influence on investment decisions, which remain in the hands of the manager.

Los vehículos colectivos de inversión (fondos de inversión y sociedades de inversión) canalizan hoy una gran parte de la inversión en activos de Renta Fija y Variable cotizados. Ambos gozan de regulación y fiscalidad idéntica protegidos por directivas europeas

Cada país tiene tradiciones diversas y, así como en Francia, Alemania y Luxemburgo predominan las IIC (Instituciones de Inversión Colectiva) de formato societario (SICAV), en España predominan los Fondos de Inversión (FI).

These days, collective investment vehicles (investment funds and investment companies) channel a large portion of investments in listed equities and bonds. Both enjoy identical taxation and regulation protected by European directives

Each country has its own traditions. Whereas in France, Germany, and Luxembourg, Undertakings in Collective Investment (UCI) of the corporate variety (SICAV) predominate, in Spain investment funds are more common.

En nuestro país, por razones históricas, anecdóticas y poco explicables, se exige para todas las IIC, incluidas las SICAVs, un mínimo de 100 partícipes/accionistas para gozar de tributación reducida. Esa exigencia no existe en ningún país europeo, pues el régimen fiscal de tributación al 1% no tiene su origen en el carácter colectivo (¿popular?) de la inversión sino en la evitación de la doble imposición: en la sociedad y en el inversor. En las SICAVs, al tener una estructura societaria, su Consejo de Administración y, por tanto, los accionistas, pueden incidir en la política de inversiones. No así en los Fondos de Inversión donde los inversores no tienen ninguna influencia en las decisiones de inversión, que quedan en manos de la Gestora.

Este pequeño recordatorio sirve para introducir la realidad, que en nuestro país las entidades de banca privada han ofrecido a inversores significativos la constitución de SICAVs “ad hoc” y, en consecuencia, han sido percibidas como un vehículo privilegiado para inversores de elevado patrimonio. En realidad, tienen el mismo tratamiento fiscal que los Fondos de Inversión.

Tras varios intentos, finalmente el Gobierno ha cedido a presiones políticas y ha decidido reordenar el mundo español de las IIC elevando el mínimo de inversión individual en las SICAVs para mantener el status fiscal. Al propio tiempo, ofrece una salida razonable a los accionistas que invirtieron con otro marco regulatorio y fiscal al permitir la disolución de las SICAVs y la no tributación de sus accionistas, a condición de reinvertir el importe de la liquidación en IICs de domicilio español.

Las cifras provisionales avanzadas confirman la significativa reducción del número de SICAVs. Muchas de ellas habían sido “comercializadas” como un producto a inversores casi minoristas que, fatigados de ser percibidos como privilegiados, han buscado en el anonimato de los Fondos de Inversión (FI) un tratamiento fiscal idéntico con mayor tranquilidad de espíritu.

Esta reordenación no es el final de las SICAVs, pero sí el inicio de una etapa diferente.

In Spain, for historical, anecdotal, and inexplicable reasons, a minimum of 100 unitholders is required for all UCIs, including SICAVs, in order to be eligible for reduced taxation. This requirement does not exist in any European country, because the 1% tax regime does not originate from the collective nature of the investment but from the avoidance of double taxation: of the company and the investor.

Given the corporate structure of SICAVs, the respective board of directors and shareholders can influence investment policy. This, however, is not the case for investment funds, where investors have no influence on investment decisions, which remain in the hands of the manager.

This little reminder serves to introduce the reality that, in Spain, private banking institutions have offered major investors ad hoc SICAVs, which have been perceived as privileged vehicles for high-net-worth investors. In fact, they have the same tax treatment as investment funds.

After several attempts, the government finally yielded to political pressure and decided to restructure Spanish UCIs by raising the minimum individual investment in SICAVs to maintain tax status. At the same time, it offers a reasonable outlet to shareholders who invest in another regulatory and tax framework by allowing the dissolution of the SICAVs and the non-taxation of its shareholders, provided the liquidation amount is reinvested in Spanish UCIs.

Early provisional figures confirm a significant reduction in the number of SICAVs. Many had been marketed as a product targeting almost-retail investors who, tired of being perceived as privileged, sought identical tax treatment with greater peace of mind through the anonymity of investment funds.

This restructuring does not signify the end of the SICAVs, but simply the beginning of a new phase.

# El año 2021 para EDM

2021 for EDM

# 03

# PROPÓSITO, MISIÓN Y VISIÓN

## PURPOSE, MISSION AND VISION

En el marco de la revisión estratégica de nuestra actividad como gestores financieros, EDM ha redefinido en 2021 su propósito corporativo, así como su misión y visión. No ha habido un cambio en los fundamentos, pero se ha formalizado algo que ya estaba implícito en nuestra manera de abordar el negocio.

Esta definición ha sido el resultado de un intenso debate entre socios y directivos de EDM para orientar nuestra actividad mirando hacia el futuro.

As part of the strategic review of our activity as financial managers, in 2021, EDM redefined its corporate purpose, mission and vision. Rather than alter our fundamentals, we formalised something that was already implicit in our business approach.

This definition is the result of intense discussions among EDM's partners and directors to guide our activity toward the future.

## Propósito

Nuestra razón de ser: “El propósito de EDM es contribuir a que la inversión financiera sea cada vez más ética, transparente y responsable”.

## Purpose

Our raison d'être: EDM aims to make financial investment increasingly ethical, transparent, and responsible.

## Misión

¿Qué?: “Lograr el mejor futuro financiero posible para nuestros clientes y las empresas en las que invertimos y ayudar a que el aumento de su riqueza revierta en el progreso de toda la sociedad”.

## Mission

The what: To achieve the best possible financial future for our clients and the companies in which we invest and to help ensure that their increased wealth in turn helps advance the whole of society.

## Visión

¿Cómo?: “Convencidos de que nuestra trayectoria de honestidad, rigor y estilo de inversión no especulativo es la fórmula más inteligente y sostenible de realizar nuestra actividad”.

## Vision

The how: With the conviction that our track record of honesty, rigor, and a non-speculative investment style is the smartest, most sustainable formula for conducting our activity.



# LOS RESULTADOS DE GESTIÓN DE IICs Y SICAVs A LARGO PLAZO

## LONG TERM MANAGEMENT RESULTS OF SICAVs AND UCIs

El año 2021 ha sido uno de los mejores para nuestros clientes, redondeando un trienio excepcional con rentabilidades positivas elevadas y superando ampliamente la inflación.

Nuestro énfasis en los resultados a largo plazo de la inversión nos anima, sin embargo, a recoger en el Cuadro 3 los datos al respecto.

2021 was one of the best years for our clients, rounding off an exceptional three-year period of high returns and surpassing inflation (by far).

Our focus on the long-term results of investment drives us to compile data in this regard (see Table 3).

Cuadro 3 Table 3

<b>FONDOS EDM / EDM FUNDS</b>	<b>2021</b>	<b>3 años CAGR (*) 3-Yr CAGR (*)</b>	<b>10 años CAGR (*) 10-Yr CAGR (*)</b>
<b>Renta fija Fixed income</b>			
EDM Ahorro Clase R	<b>1,56%</b>	1,67%	1,88%
EDM Renta Clase L	<b>-0,11%</b>	0,07%	0,21%
EDM High Yield Short Duration Clase R €	<b>1,38%</b>	1,95%	1,54%
EDM Credit Portfolio Clase R €	<b>2,75%</b>	5,86%	4,10%
<b>Mixtos Mixed</b>			
EDM Cartera Clase L	<b>12,98%</b>	10,87%	7,40%
<b>Renta Variable Equities</b>			
EDM Inversión Clase L	<b>15,14%</b>	5,44%	9,39%
EDM Strategy Clase L €	<b>29,23%</b>	19,12%	9,34%
EDM Latin American Equity Clase L €	<b>-19,03%</b>	-10,87%	ND
EDM Emerging Markets Clase R €	<b>-15,08%</b>	1,08%	3,37%
EDM American Growth Clase R €	<b>20,54%</b>	28,30%	17,50%
<b>Fondos Pensiones Pension Funds</b>			
Fondomutua Pensiones Uno, F.P.	<b>1,57%</b>	1,55%	2,60%
Fondomutua Pensiones Dos, F.P.	<b>22,05%</b>	16,84%	ND
<b>Inflación Inflation</b>			
IPC	<b>6,50%</b>	2,22%	1,26%

FUENTE: EDM / INE

(\*)CAGR: Tasa compuesta anual acumulativa (TIR)

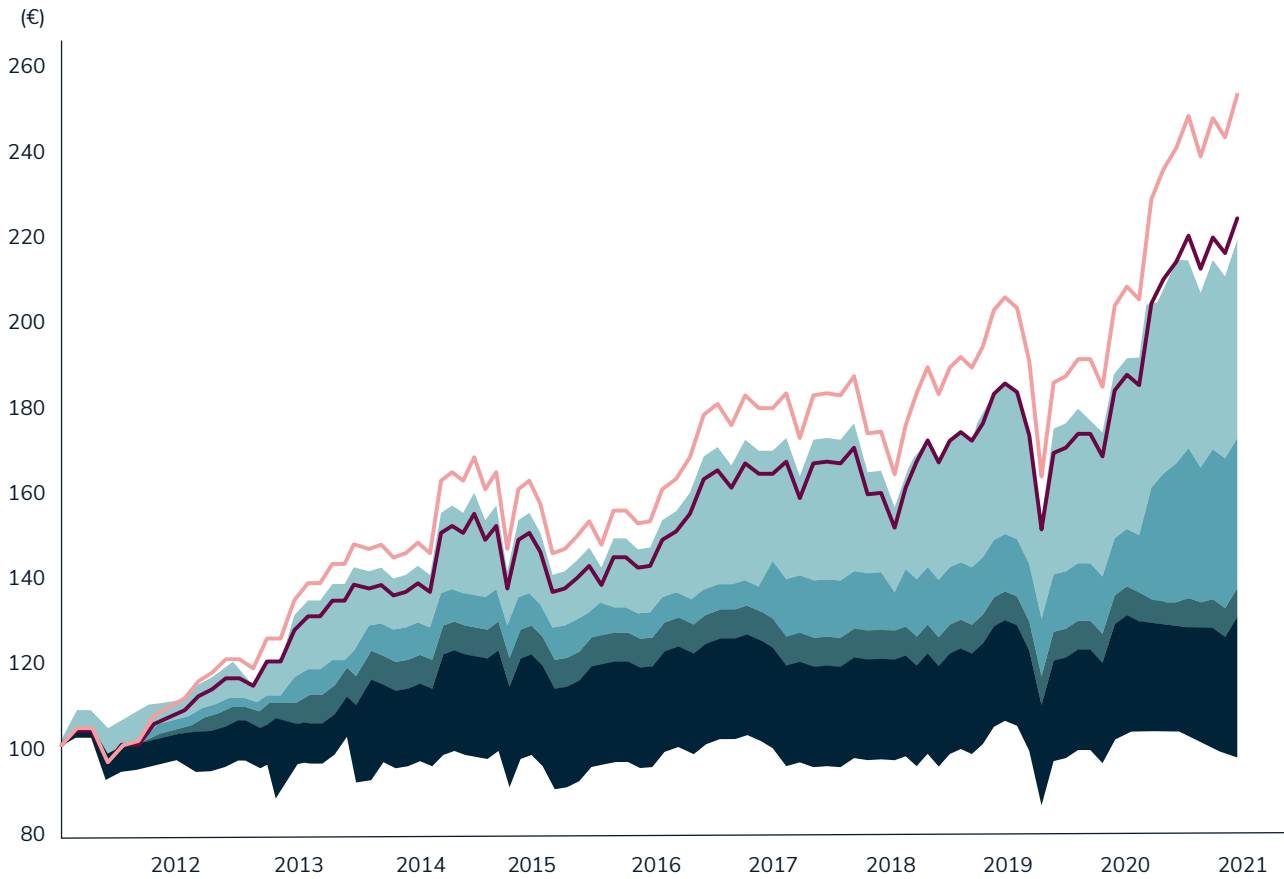
A destacar igualmente el buen desempeño de las SICAVs gestionadas por EDM que, de forma consistente, se han situado al compararse con el universo, en el primer cuartil de rentabilidad o por encima de él para cualquier periodo temporal (Gráfico 3).

Also noteworthy is the favourable performance of the EDM-managed SICAVs which, when compared to the peer group, have consistently ranked in or above the top quartile of profitability (Graph 3).

Gráfico 3 Graph 3

### CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN / INVESTMENT GROWTH

— EDM SICAVs top Quartile — EDM SICAVs Promedio Average  
 ■ Top Quartile ■ 2nd Quartile ■ 3rd Quartile ■ Bottom Quartile



FUENTE: Morningstar Direct

## EDM POINTER, SIL

## EDM POINTER, SIL

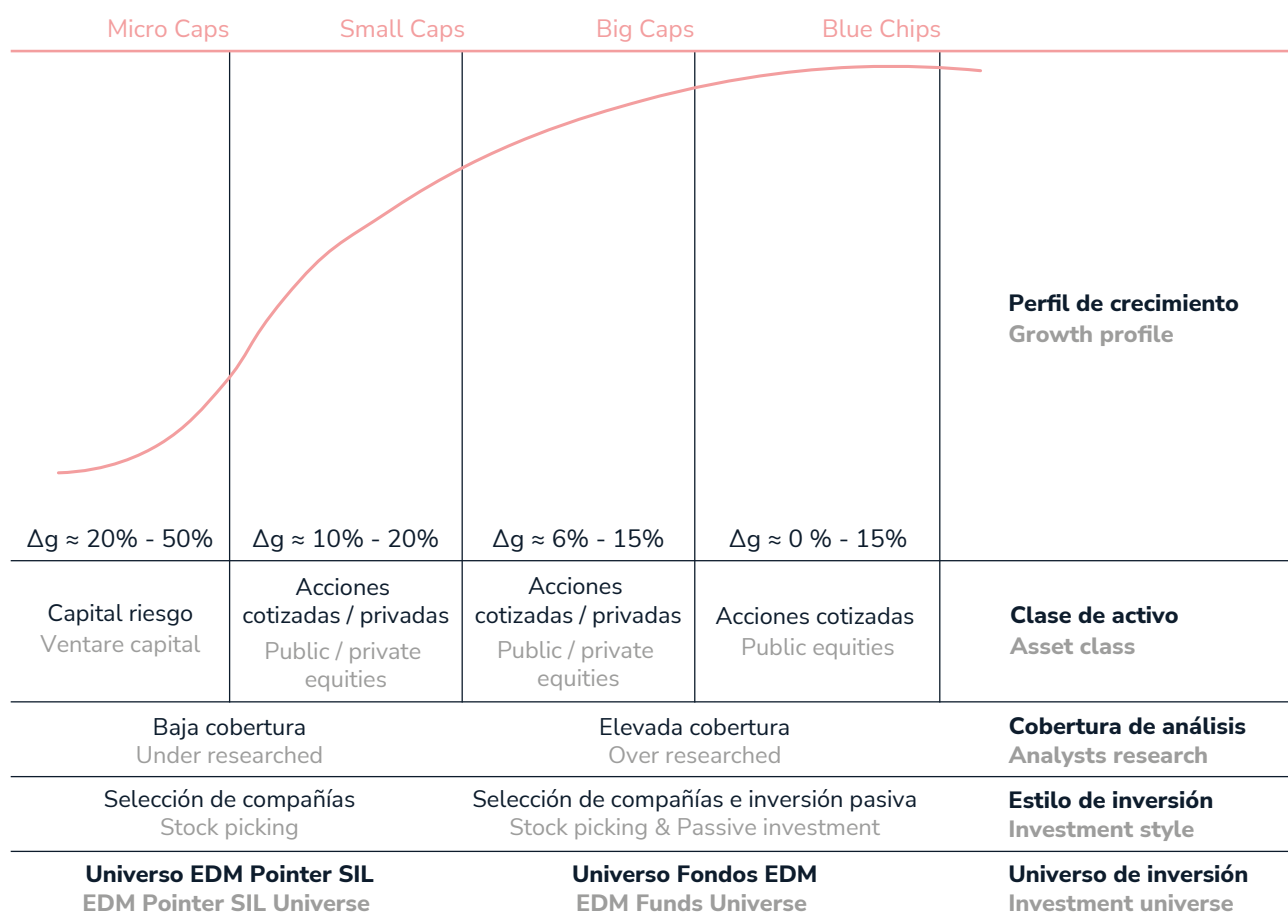
En plena pandemia del año 2020, EDM promovió un vehículo de inversión aprobado por la CNMV en 2021 como Sociedad de Inversión Libre (SIL) con objeto de invertir en pequeñas y medianas empresas europeas (Small y Mid Caps), es decir, aquellas cuya capitalización es inferior a 5.000 M€.

La motivación para la creación de esta SIL es extender el estilo de inversión de EDM a un segmento tradicionalmente más vinculado al capital privado (Private Equity) y, por ello, la liquidez de EDM Pointer es sólo trimestral.

At the height of the pandemic in 2020, EDM promoted an investment vehicle approved by the CNMV in 2021 as a hedge fund (Sociedad de Inversión Libre, "SIL") to invest in small- and medium-sized European companies (small and mid caps), meaning, those whose capitalisation is less than €5 billion.

The aim of creating this SIL is to extend EDM's investment style to a segment that has traditionally been closely linked to private equity and, therefore, EDM Pointer's liquidity is only quarterly.

Gráfico 4 Graph 4



FUENTE: EDM Gestión, S.A. SGIC

Históricamente, la rentabilidad a largo plazo de la inversión en Small Caps ha superado la de las de gran capitalización (Big caps).

Historically, the long-term returns on small-cap investments exceed those of large caps.

Gráfico 5 Graph 5



FUENTE: Bloomberg

Entre las razones de este exceso de rentabilidad citaríamos al menos tres:

- Importantes ineficiencias e infravaloraciones
- Al tener menor liquidez existe una prima de rentabilidad
- Fuerte vinculación entre la propiedad y la empresa

The reasons for this excess profitability include, but are not limited to:

- Significant inefficiencies and undervaluations
- Profitability premiums resulting from less liquidity
- Strong link between ownership and the company

Cuadro 4 Table 4

<b>Gestor del vehículo Investment manager</b>	EDM Gestión, S.A, SGIC
<b>Valoración Valuation</b>	Diaria Daily
<b>Categoría Category</b>	RV Europea Cap. pequeña Eur. Small Caps.
<b>Estructura legal Legal structure</b>	SIL no armonizada Non-harmonized SIL
<b>Liquidez Liquidity</b>	Trimestral con 15 días de preaviso Quarterly with 15 days notice
<b>Compromiso equipo gestor Management team commitment</b>	Mínimo del 10% AUM Minimum 10% of AUM
<b>Inversor objetivo Investment goal</b>	Clientes profesionales (o inversión inicial superior a 100.000 euros) o clientes con contrato de gestión discrecional de carteras Professional investors (or initial subscription of +€100,000) or discretionary management clients
<b>Horizonte de inversión recomendado Recommended investment horizon</b>	> 6 años > 6 years

# ESTILO ÚNICO, SOLUCIONES DIVERSAS

## UNIQUE STYLE, DIVERSE SOLUTIONS

El estilo de inversión de EDM se caracteriza, entre otros, por los rasgos siguientes:

- Énfasis en la gestión propia
- Gestión delegada a especialistas en geografías y/o clases de activos específicos
- Selección cuidadosa de fondos de terceros
- Distribución de carteras basado en análisis fundamental y no en macroeconomía
- Transparencia total, a través de la cual el cliente conoce en detalle en qué activos tiene su dinero invertido

Partiendo de este estilo, la gestión patrimonial (Wealth Management) se instrumenta a través de diferentes soluciones. Todas ellas se apoyan en decisiones de inversión centradas en la selección de compañías de altísima calidad:

- Gestión discrecional de carteras de fondos
- Gestión discrecional de carteras de valores
- Asesoramiento de carteras

Adicionalmente, estas soluciones pueden también instrumentarse a través de seguros de vida (Unit Linked) y SICAVs depositados en cualquier país de la Unión Europea y Suiza. Finalmente, desde 2021 EDM ofrece servicios de planificación financiera para acompañar el ciclo vital de nuestros clientes.

EDM's investment style is defined by the following features, among others:

- Emphasis on own management
- Management delegated to specialists in specific geographies and/or asset classes
- Careful selection of third-party funds
- Portfolio distribution based on fundamental analysis rather than macroeconomics
- Total transparency, in which clients have in-depth knowledge of the assets in which they are invested

Based on this style, Wealth Management is orchestrated through the application of different solutions, all of which are based on investment decisions that focus on the selection of top quality companies:

- Discretionary fund portfolio management
- Discretionary securities portfolio management
- Portfolio advisory

In addition, these solutions can be implemented through life insurance policies (Unit Linked) and SICAVs deposited in any EU country and Switzerland. Finally, since 2021 EDM has offered financial planning services to help our clients reach their financial goals.

## LOS FOROS DE INVERSORES EDM

### EDM INVESTOR FORUMS

Tradicionalmente EDM ha organizado un Seminario de Inversión que se ha celebrado en 13 ocasiones. Interrumpido en 2020, ha renacido en 2021 bajo el título de Foro de Inversores que ha tenido lugar en Barcelona y Madrid con carácter presencial y telemático.

Ha sido tradicional en ellos contar con la presentación, apasionante para los asistentes, de altos directivos de las empresas en que invertimos presentando las perspectivas de las compañías que dirigen.

Los Foros han contado este año como invitados con la presencia de Javier López Belmonte, vicepresidente y director financiero de Laboratorios ROVI (Madrid), así como con la de Javier Molina, consejero delegado de BEFESA (Barcelona).

Adicionalmente el Profesor Mariano Marzo hizo una presentación extraordinariamente clara de los retos que plantea la transición energética hacia un mundo en el que la emisión de gases de efecto invernadero sea compatible con los cambios climáticos naturales, así como su impacto en sectores, empresas y nuestro modo de vida.

Traditionally, EDM organises an “Investment Seminar”, which has taken place on 13 occasions. Suspended in 2020, it returned in 2021 as the “Investor Forum” held both in person and online in Barcelona and Madrid.

Among the highlights for seminar attendees are the customary presentations from the senior management teams of the companies in which we invest, detailing the prospects for the businesses they oversee.

This year’s guests included Javier López Belmonte, Vice President and CFO of Laboratorios ROVI (Madrid), and Javier Molina, CEO of BEFESA (Barcelona).

In addition, professor Mariano Marzo delivered an illuminating presentation about the challenges posed by the energy transition and a world in which greenhouse gas emissions are compatible with natural changes in climate, and its impact on sectors, companies, and our way of life.

# Barcelona



# Madrid







# EL AÑO EN CIFRAS

## THE YEAR IN FIGURES


Como cada año el Cuadro 5 recoge algunos datos significativos de los Estados Financieros Consolidados de EDM, con una evolución histórica de los últimos años.

As in previous years, Table 5 contains relevant information from EDM's consolidated financial statements, with the historical trend of recent years.

Cuadro 5 Table 5

	2021	2020	2019	2018	2017
NÚMERO DE CLIENTES NUMBER OF CLIENTS	3,735	3,444	3,832	2,787	2,428
NÚMERO DE EMPLEADOS NUMBER OF EMPLOYEES	83	81	80	75	67
ACTIVOS BAJO GESTIÓN (M€) AUM (M€)	4,288	3,671	3,927	3,546	3,707
INGRESOS TOTALES (M€) REVENUES (M€)	31,9	24,4	27	28,4	26,6
RESULTADO OPERATIVO (M€) EBITDA (M€)	15,7	12,8	13,9	14	14





# Memoria Anual 2021

Annual Report

[edm.es](http://edm.es)