

EL OLIMPO DEL FRAUDE



Sébastien de Frouville
Relaciones con Inversores



Richard Kaye
Analista / Gestor de Cartera,
Japan Investment Team

Durante casi un siglo, el fabricante japonés de óptica Olympus hizo honor a su mítico nombre, sinónimo de la morada de los dioses.¹ Hoy, la empresa es líder mundial en óptica de precisión, cotiza en la Bolsa de Tokio y cuenta con más de 28.000 empleados.² En 2011, registró unas ventas cercanas a los 10.000 millones de dólares.³ Sin embargo, ese mismo año marcó su caída en desgracia al verse involucrada en uno de los fraudes más prolongados y cuantiosos de la historia moderna, con un total de 1.700 millones de dólares.⁴

Con la Bolsa de Tokio fomentando que las empresas mejoren su gobierno corporativo en los últimos años, consideramos el fraude de Olympus un caso de estudio valioso para el análisis. Aunque Comgest no tenía posiciones en la compañía en 2011, creemos que las lecciones extraídas de este caso pueden aportar información relevante para nuestras futuras decisiones de inversión. Para identificar oportunidades de crecimiento de calidad alineadas con el enfoque de inversión de Comgest, nuestro equipo de inversión se dedica a realizar un análisis *bottom-up* con el máximo rigor. Nuestro análisis a largo plazo demuestra que evaluar erróneamente la calidad puede resultar mucho más costoso que subestimar el crecimiento. Así como aprendemos de nuestros propios errores, creemos que es igualmente importante aprender de los desaciertos ajenos.

UN CEO FORÁNEO DA LA VOZ DE ALARMA

El escándalo de Olympus salió a la luz el 13 de octubre de 2011, cuando el CEO Michael Woodford, un ciudadano británico nombrado apenas dos semanas antes —algo poco común en el panorama corporativo japonés—, cuestionó la adquisición por 2.200 millones de dólares de la empresa de equipamiento médico Gyrus en 2008. Su indagación fue recibida con silencio por parte del Consejo de Administración de Olympus.

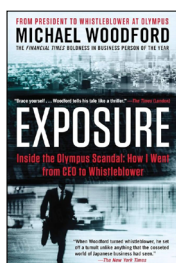
En su libro⁵, el propio Woodford concluyó que su rápido nombramiento se debió, en parte, a su identidad como extranjero que no hablaba japonés.⁶ En su opinión, esto lo convertía en un posible chivo expiatorio para la empresa en caso de que el fraude saliera a la luz. Tras su investigación y a pesar de haber ocupado previamente el cargo de Director General Ejecutivo de las operaciones europeas de Olympus, Woodford fue destituido de su puesto como CEO mediante una votación colectiva.⁷ Ese mismo día, habló con el *Financial Times* para relatar lo que había descubierto. Aunque en un principio la prensa japonesa se hizo eco de las declaraciones oficiales de Olympus, con el tiempo inició sus propias investigaciones.⁸ Como resultado, el 8 de noviembre de 2011—una década después del colapso de Enron— Olympus admitió que sus prácticas



Tsuyoshi Kikukawa



Michael Woodford



Michael Woodford escribió un libro sobre el escándalo, *Exposure*, que se convirtió en un éxito de ventas en 2012.

¹ Merriam-Webster, s.v. "[the abode of the gods \(n.\)](#)," accessed 11-Nov-2024.

² "[Facts & Figures](#)," Olympus. Accessed November 15, 2024.

³ Laricchia, Federica. "[Olympus: Net Sales 2007-2012](#)," Statista, March 31, 2012.

⁴ Mesmer, Philippe. "[Olympus: a look back at a Japanese scandal](#)," *Le Monde*, 7-Nov-2014.

⁵ Woodford, Michael. *Exposure: Inside the Olympus scandal: How I went from CEO to Whistleblower*. New York: Portfolio/Penguin, 2014.

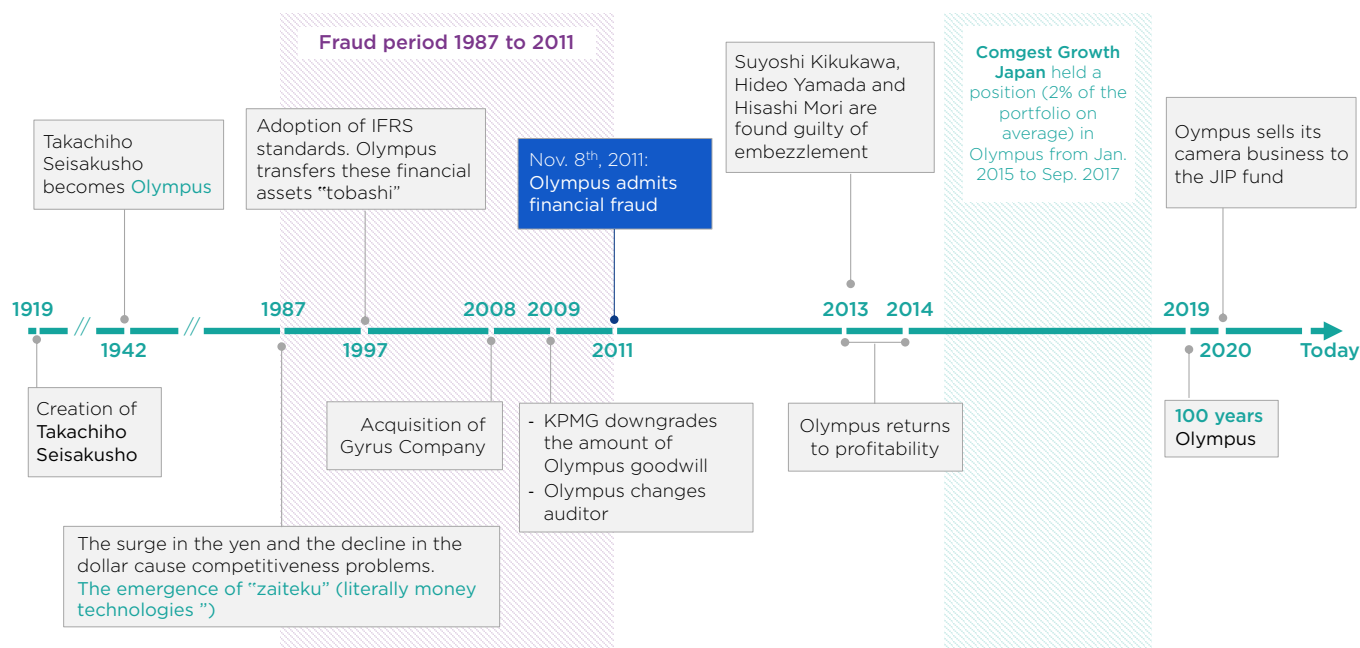
⁶ Pilling, David. "[A gaijin blows the whistle](#)," *Financial Times*, 28-Nov-2012.

⁷ Neate, Rupert. "[Michael Woodford: The Man Who Blew Whistle on £1bn Fraud](#)," *The Guardian*, 23-Nov-2012.

⁸ "[Storms on Olympus](#)," *Financial Times*, 14-Oct-2011.

contables habían sido irregulares. El precio de sus acciones se desplomó más de un 70%.⁹ Para comprender plenamente lo ocurrido, es necesario retroceder en el tiempo.

Figura 1. Línea de tiempo de Olympus (1919 – presente)



Fuente: Comgest, [Olympus company website](#)

OCULTANDO PÉRDIDAS A TRAVÉS DEL ZAITEKU Y TOBASHI

En la década de 1980, la apreciación del yen y la caída del dólar plantearon desafíos de competitividad para ciertas empresas japonesas, especialmente aquellas exportadoras cuyos costes estaban mayoritariamente en yenes mientras que sus ventas se realizaban en dólares. Como siempre, los bancos de inversión, ávidos de ofrecer asesoramiento, recomendaron aprovechar la fortaleza del yen. El *zaiteku*, que significa "tecnología financiera", hace referencia a una estrategia de inversión especulativa que convirtió a varias empresas comerciales japonesas consolidadas en compañías con un enfoque más financiero. Olympus decidió adoptar esta estrategia para generar importantes plusvalías. Sin embargo, a finales de la década de 1990, la empresa acumulaba más de 1.000 millones de dólares en pérdidas ocultas debido a pagos inflados en adquisiciones. Para contrarrestarlo, la compañía decidió triplicar su inversión de capital en un intento de recuperar las pérdidas iniciales.

Hasta 1997, los estándares contables japoneses facilitaron el *zaiteku*, permitiendo en algunos casos registrar ciertos activos financieros a su coste histórico, lo que ayudaba a ocultar pérdidas de capital no realizadas. Sin embargo, con la adopción en Japón de las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS) en 1997, la normativa exigió que estas inversiones se registraran a valor de mercado. Esto debería haber supuesto el fin de las prácticas contables creativas de Olympus y del

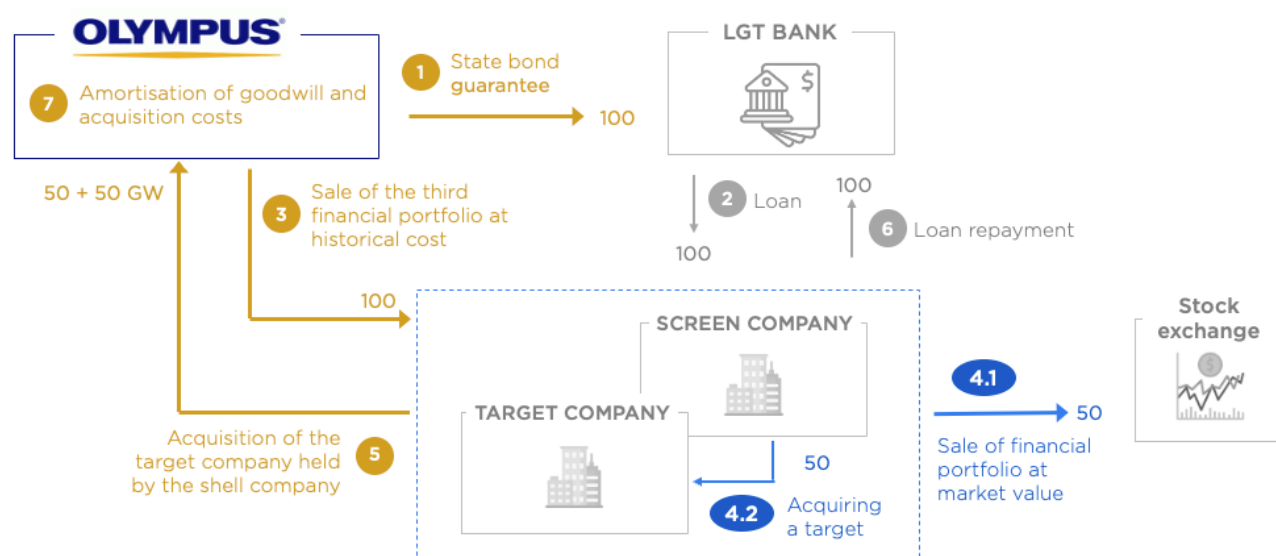
⁹ Sherlock, Dave. "Olympus Fallout Hits Tokyo Securities Traders." *Financial Times*, 8-Nov-2011.

zaiteku japonés. No obstante, un año después, Olympus decidió trasladar estos activos financieros a un esquema de *tobashi* (término que significa "hacer volar"), una estrategia diseñada para hacer desaparecer pérdidas mediante transacciones complejas o empresas ficticias. Esta maniobra, coordinada por el Director Financiero Hisashi Mori y el auditor interno Hideo Yamada, permitió a la empresa eliminar la deuda de su balance, registrándola como un compromiso fuera de balance y evitando así su divulgación pública.¹⁰

CÓMO FUNCIONA UN ESQUEMA TOBASHI

El esquema financiero de *tobashi* descrito a continuación permitió a Olympus transformar sus pérdidas no realizadas en activos intangibles (*goodwill*¹¹), que se amortizarían gradualmente con el tiempo. Esta estructura protegió el estado de resultados de la empresa de una pérdida abrupta y significativa de valor, que probablemente habría generado dudas entre los inversores.

Figura 2. El esquema *tobashi* de Olympus en acción



Fuente: Comgest, Michael Woodford. *Exposure: Inside the olympus scandal: How I went from CEO to Whistleblower*. Nueva York: Portfolio/Penguin, 2014.

En 2008, Olympus realizó una adquisición final para eliminar, al menos sobre el papel, las pérdidas derivadas de inversiones pasadas. El objetivo fue Gyrus, un fabricante británico de equipamiento médico. Olympus pagó casi 700 millones de dólares en honorarios¹² de consultoría por la adquisición de Gyrus, valorada en 1.900 millones de dólares.¹³ Esta comisión—superior a un tercio del precio de compra—excedía con creces la norma del sector, que suele oscilar entre el 1% y el 2%, y fue incluida como parte del *goodwill*.

Al revisar esta transacción, la firma de auditoría KPMG determinó que el *goodwill* entre 2008 y 2009 estaba sobrevalorado, lo que provocó

¹⁰ Tabuchi, Hiroko. "Arrests in Olympus Scandal Point to Widening Inquiry into a Cover-Up." *The New York Times*, February 16, 2012.

¹¹ Goodwill represents the difference between the market value and the net asset value of a company's balance sheet. "Olympus Admits to Hiding Losses." *Wall Street Journal*, 8-Nov-2011.

¹³ Layne, Nathan, and Ben Hirschler. "Olympus to Boost Surgery with \$1.9 Bln Gyrus Deal." *Reuters*, 19-Nov-2007.

una drástica caída en el ingreso neto de Olympus.¹⁴ A medida que el escrutinio de KPMG se intensificó, Olympus decidió cambiar de auditores en 2009 y contrató a Ernst & Young (EY).

LAS CONSECUENCIAS JUDICIALES

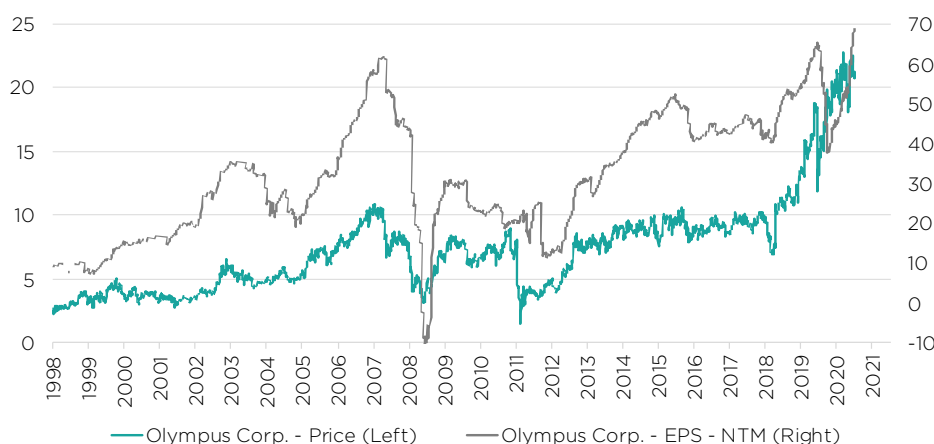
El 3 de julio de 2013, los exdirectivos de Olympus responsables de orquestar el fraude lograron evitar penas de prisión severas. Tsuyoshi Kikukawa, expresidente del grupo, recibió una condena de tres años de prisión suspendida con un periodo de prueba de cinco años. Sus dos cómplices, que asumieron plenamente su responsabilidad, fueron sentenciados a 2,5 y 3 años de prisión, también con suspensión de la pena. Por su parte, Olympus fue multada con aproximadamente 7 millones de dólares en Japón.¹⁵

Para ponerlo en contexto, el cofundador de Enron, Jeffrey Skilling, fue sentenciado inicialmente a 24 años de prisión en 2006 (pena que luego se redujo a 14 años en 2013). Bernard Ebbers, expresidente de WorldCom, recibió 25 años de cárcel en 2005 por orquestar el mayor fraude contable en la historia de EE.UU. Estos veredictos, ocurridos en un periodo cercano al escándalo de Olympus, reavivaron el debate sobre el gobierno corporativo en las empresas japonesas, conocidas por la opacidad de sus Consejos de Administración.¹⁶ A raíz del caso Olympus, Japón publicó en 2014 nuevos requisitos de reporte inspirados en el UK Stewardship Code.¹⁷ Lanzado en 2010, este código británico fomenta que los inversores institucionales se involucren de manera responsable con las empresas en las que invierten y asuman un papel activo en su gobierno corporativo.¹⁸

POR QUÉ COMGEST DESCARTÓ A OLYMPUS

Como inversores a largo plazo enfocados en el crecimiento de calidad, Olympus podría haber parecido una oportunidad de inversión atractiva para Comgest en su momento. El crecimiento constante de su beneficio

Figura 3. Precio de las acciones de Olympus y beneficios por acción (BPA) a 12 meses



Fuente: Datos de Comgest/Factset a 25 de junio de 2024, expresados en moneda local. El rendimiento pasado no es indicativo de rendimientos futuros.

por acción (EPS) y su posición como líder mundial en óptica de precisión encajaban bien con nuestro enfoque de inversión en crecimiento de calidad. Entre septiembre de 1998 y marzo de 2008, el EPS de Olympus se multiplicó por siete y el precio de sus acciones casi se triplicó.

Este crecimiento sostenido del EPS es un factor clave en nuestro análisis de oportunidades de inversión. Sin embargo, es fundamental determinar en qué medida las adquisiciones contribuyen a este crecimiento.

¹⁴ Layne, Nathan, and Kirstin Ridley. "Exclusive: Olympus Removed Auditor after Accounting" Reuters, 4-Nov-2011.

¹⁵ "Olympus Scandal: Former Executives Sentenced." BBC News, 3-Jul-2013.

¹⁶ Pesek, William. "Nissan, Olympus and Fixing Japan Inc. Governance." Nikkei Asia, 25-Nov-2018.

¹⁷ Benes, Nicholas. "A Crucial Change Is Needed to Improve Corporate Governance in Japan." Financial Times, 14-Sept-2021.

¹⁸ "UK Stewardship Code." Financial Reporting Council, 25-Sept-2023.

En Comgest, damos prioridad a la visibilidad del crecimiento orgánico frente a las fusiones y adquisiciones. Según nuestra experiencia, el crecimiento orgánico visible es el resultado de una inversión interna continua en diversas áreas del negocio, como infraestructuras de producción, nuevas tecnologías o puntos de venta. En cambio, las fusiones y adquisiciones pueden ser impredecibles, con menor visibilidad y mayores riesgos. Nuestro equipo de inversión expresó su preocupación por el historial de adquisiciones a gran escala de Olympus y el impacto que esto podría tener en su potencial de crecimiento orgánico.

El escándalo de Olympus pone de manifiesto cómo las consideraciones extrafinancieras pueden ayudar a evaluar la calidad de una empresa. En nuestra opinión, este fraude, facilitado por una deficiente gobernanza corporativa, desafía a los analistas financieros tradicionales a incorporar factores extrafinancieros, como los criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG), en sus decisiones de inversión. Durante el periodo en que se produjo este fraude, la investigación ESG era llevada a cabo exclusivamente por analistas financieros, sin la participación de especialistas en ESG. Finalmente, nuestro equipo de inversión en Japón decidió no invertir en Olympus debido a nuestras preocupaciones sobre la calidad de la empresa. Con el tiempo, creemos que nuestra estricta adhesión a nuestro enfoque de inversión en calidad nos evitó tomar una decisión desafortunada basada únicamente en el EPS y el precio de las acciones.

Durante el análisis *bottom-up* de inversión de Comgest, observamos que Olympus tenía una cantidad significativa de *goodwill*, pero optamos por no profundizar en la investigación, ya que la empresa estaba fuera de nuestro universo de inversión. Según nuestras notas de investigación, excluimos a Olympus del universo de inversión de Comgest por las siguientes razones:

- **Incapacidad de la dirección para justificar adquisiciones:** La alta dirección tuvo dificultades para explicar la importancia de la adquisición de Itx, una red de tiendas de telefonía móvil. A pesar de las conversaciones con el departamento financiero, Olympus no pudo proporcionar una justificación clara. Esto llevó a nuestro equipo de inversión a concluir que algunos de los directivos de la empresa no estaban realmente comprometidos con la creación de valor a largo plazo, un principio fundamental en el enfoque de inversión en calidad de Comgest.
- **Falta de enfoque en negocios rentables:** La empresa no estaba concentrada en sus unidades más rentables, como los endoscopios, y en su lugar siguió perdiendo dinero durante décadas con su negocio de cámaras. Aunque la dirección de Olympus llevaba años discutiendo con los inversores sobre un posible cambio estratégico, nunca llegó a materializarse.
- **Deficiente control interno:** Desde la perspectiva de nuestro equipo de inversión, Olympus parecía una empresa con una cultura descentralizada y un sistema de control interno deficiente. La impresión era que cada departamento operaba de manera autónoma, con libertad para tomar decisiones sin una coordinación efectiva a nivel general.

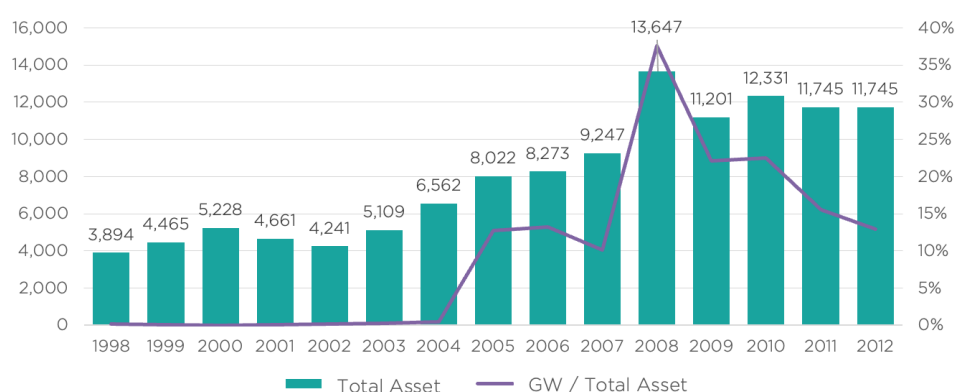
¿QUÉ LECCIONES DEJA EL ESCÁNDALO DE OLYMPUS?

El caso de Olympus ofrece varias lecciones clave para los inversores. En primer lugar, la complicidad entre los líderes de la empresa y los organismos de supervisión facilitó la ejecución del fraude. La estructura de gobierno corporativo de Olympus presentaba graves deficiencias y, en algunos casos, era prácticamente inexistente. Cuando Woodford intentó expresar sus preocupaciones sobre la adquisición de Gyrus, fue remitido al director financiero (CFO) y al expresidente de la compañía, ambos directamente implicados en el fraude.

Desde nuestra perspectiva, el Consejo de Administración carecía de independencia suficiente, ya que doce de sus quince miembros eran antiguos empleados de Olympus. Creemos que esta estructura obstaculizaba la transparencia y permitió que el fraude continuara sin ser detectado.

Según nuestra investigación, el fraude suele originarse en prácticas contables defectuosas asociadas a adquisiciones. Bajo las normas IFRS, los costes de adquisición pueden registrarse como *goodwill*, un aspecto clave en este caso. En 1998, el *goodwill* de Olympus representaba el 0% de su balance total, pero en 2008 ya superaba un tercio del mismo.

Figura 4. Evolución del Goodwill



Fuente: Datos de Comgest/Factset a 25-jun-2024 expresados en moneda local. La rentabilidad pasada no es indicativa de la futura.

Entre 2007 y 2011, el balance de Olympus se duplicó, pero estas inversiones no alteraron su perfil de crecimiento. Entre 2006 y 2008, el balance de la compañía creció a una tasa media anual del 19%, mientras que los ingresos solo aumentaron un 9%. Sin embargo, entre 2008 y 2010, el crecimiento anual de los ingresos se redujo a un promedio del 2%, reflejando el tiempo necesario para integrar las adquisiciones. Además, el retorno incremental sobre el capital invertido cayó un 80% anual entre 2007 y 2009, lo que sugiere que la empresa estaba invirtiendo en negocios con serias dificultades o enfrentaba otros problemas significativos.

También es fundamental no sobrestimar el papel de los auditores y contables. KPMG fue el auditor de Olympus desde 2002 hasta 2009, cuando fue reemplazado por EY. Olympus prescindió de KPMG después de que este expresara preocupaciones sobre el *goodwill* de la compañía en 2008 y 2009.¹⁹ A pesar de haber certificado las cuentas sin

¹⁹ Layne, Nathan, and Kirstin Ridley. "Exclusive - Olympus Removed Auditor after Accounting Dispute." Reuters, 4-Nov-2011.

reservas, ni KPMG ni EY enfrentaron acciones legales. Desde nuestra perspectiva, los auditores parecieron actuar más para protegerse de posibles repercusiones legales que para asumir un papel activo como denunciantes del fraude.

UNA GOBERNANZA DEFICIENTE RESTA CALIDAD

El escándalo de Olympus estuvo marcado por diversas manipulaciones contables y maniobras financieras. Sin embargo, creemos que la causa raíz del fraude fue una gobernanza insuficiente. Tras el escándalo de 2011, Olympus implementó cambios significativos en sus controles internos y prácticas de gobierno corporativo.

En esa misma época, Comgest estableció un equipo de investigación ESG para seguir la evolución de la gobernanza de Olympus. Uno de los principales focos de atención fue el Comité de Auditoría, que fue reestructurado para incluir cuatro miembros, tres de los cuales consideramos independientes, incluido el presidente. No obstante, la diversidad seguía siendo un área de mejora, ya que todos los miembros eran japoneses. Por otro lado, el Comité de Compensación quedó compuesto por tres miembros, incluyendo un estadounidense que representaba a un accionista activista. El Comité de Nombramientos tenía cuatro miembros, tres de los cuales consideramos independientes y uno vinculado al mismo accionista activista. Además, se estableció un Comité de Ética con el objetivo de fomentar valores e integridad dentro de la compañía.

Tras el escándalo, Olympus recibió una inyección de capital por parte de Sony y colaboró en la fabricación de nuevos equipos médicos.²⁰ La empresa también redefinió su propósito corporativo como "*mejorar la vida de las personas, haciéndola más saludable, segura y plena*".²¹ Creemos que este reenfoque estratégico permitió a la compañía volver a la rentabilidad en 2013. En línea con nuestro enfoque de inversión, reconocimos el importante progreso de Olympus en la mejora de su gobernanza y estrategia corporativa, lo que nos llevó a incluirla en nuestra estrategia *Comgest Japan Equity* desde enero de 2015 hasta septiembre de 2017. No obstante, esta inversión tuvo una duración relativamente corta en comparación con nuestro período medio de seis años en cartera. El menor crecimiento orgánico de lo esperado y nuestros estrictos criterios de *Quality Growth* fueron las principales razones por las que decidimos vender la acción.

LOOKING BENEATH SIZE AND SHARE PRICE MIRAR MÁS ALLÁ DEL PRECIO Y TAMAÑO DE LAS ACCIONES

En 2020, bajo la presión de los accionistas, Olympus anunció la venta de su negocio histórico de cámaras para centrarse exclusivamente en el equipamiento médico. Esta decisión podría parecer insignificante para alguien ajeno al escándalo, que simplemente vería a Olympus como una empresa con dificultades. Sin embargo, esta visión pasa por alto la caída de la compañía desde la cima. Ser una empresa de gran capitalización (*large-cap*) con un historial de éxito no garantiza la existencia de prácticas

²⁰ "[Sony, Olympus, and Sony Olympus Medical Solutions Collaborated in the Development of a Surgical Endoscopy System](#)," Sony Corporation - Sony Global Headquarters, 14-Sept-2022.
²¹ "[Social Responsibility](#)," Olympus. Accessed 15-Nov-2024.

de gobernanza totalmente independientes. Según nuestra experiencia, la complicidad entre organismos de gobernanza teóricamente independientes puede hacer posible lo que parecía impensable. Creemos que un análisis integral que combine factores financieros y extrafinancieros permite a los inversores evitar errores costosos.

En la última década, la Bolsa de Tokio ha impulsado mejoras en la gobernanza de las empresas japonesas. Tal vez su reciente decisión de publicar una lista de compañías con planes de mejora sostenibles ayude a fortalecer el rendimiento de acciones que llevan tiempo estancadas y atraiga a inversores extranjeros. Hasta ahora, gran parte de sus esfuerzos se han centrado en deshacer las participaciones cruzadas (*cross-shareholdings*). Consideramos que esta medida es positiva, ya que alivia los balances de activos con baja rentabilidad. Sin embargo, esto por sí solo no garantiza una mejora en el rendimiento a largo plazo para los accionistas. Muchas empresas han ignorado la erosión de su capitalización bursátil durante décadas, y el simple hecho de entrar en una nueva categoría no cambiará esta realidad.

Comgest invierte en aproximadamente solo el 1%²² del mercado japonés, aplicando un enfoque de inversión basado en la supervivencia del más fuerte, perfeccionado a lo largo de décadas. Esta estrategia refleja nuestro compromiso con la evaluación de la solidez financiera a largo plazo de las empresas, sus esfuerzos en sostenibilidad y un diálogo continuo con la dirección, competidores, clientes y proveedores. Nuestro objetivo es comprender en profundidad la calidad y la capacidad de resistencia a largo plazo de las compañías en las que invertimos.

²² As of 31-Dec-2023



Sébastien de Frouville, CFA - Relaciones con Inversores

Sébastien de Frouville se incorporó a Comgest en 2012 como Director de Relaciones con Inversores para Francia, Suiza francófona y Luxemburgo. Sébastien comenzó su carrera en 2004 en Crédit Agricole como analista de crédito, convirtiéndose en jefe de Distribución en Francia en Keren Finance en 2007 y luego en Natixis Asset Management en 2011. Sébastien es licenciado por IPAG Business School (París) y CFA® charterholder.



Richard Kaye, Analista / Gestor de carteras

Richard Kaye se unió a Comgest en 2009 y es un Analista y Gestor de Carteras con sede en Tokio, especializado en renta variable japonesa. También es miembro del Comité de Inversiones del Grupo Comgest.

Con una amplia experiencia en renta variable japonesa, Richard se convirtió en co-líder de la estrategia de renta variable de Japón de Comgest al unirse al Grupo. Comenzó su carrera en 1994 como Analista en el Banco Industrial de Japón y luego se unió a Merrill Lynch en el mismo rol en 1996. En 2005, se trasladó a Wellington Management Company en Boston como Gestor de Carteras de acciones TMT japonesas.

Richard se graduó de la Universidad de Oxford, donde se especializó en Estudios Orientales.

INFORMACIÓN IMPORTANTE - SOLO PARA INVERSORES PROFESIONALES

Este documento ha sido preparado exclusivamente para inversores profesionales/cualificados y solo puede ser utilizado por ellos.

No constituye asesoramiento en inversión

Este comentario tiene fines exclusivamente informativos y no constituye asesoramiento en inversiones. No debe considerarse una solicitud de compra ni una oferta de venta de ningún valor. No tiene en cuenta los objetivos de inversión, estrategias, situación fiscal o horizonte de inversión de ningún inversor en particular. Su contenido es incompleto sin la presentación oral proporcionada por los representantes de Comgest.

No es una recomendación de inversión

Las discusiones sobre empresas específicas no deben interpretarse como recomendaciones para comprar o vender ningún valor o inversión en particular. Las empresas mencionadas no representan la totalidad de inversiones pasadas. No debe asumirse que las inversiones discutidas fueron o serán rentables, ni que las decisiones futuras generarán beneficios.

Comgest no ofrece asesoramiento fiscal o legal a sus clientes, por lo que se recomienda a todos los inversores que consulten a sus propios asesores fiscales o legales antes de realizar cualquier inversión.

No es un informe de investigación en inversión

La información contenida en este documento no se considera "investigación en inversión" y se clasifica como "comunicación de marketing" conforme a MiFID II. Esto significa que:

- (a) No ha sido preparada de acuerdo con los requisitos legales diseñados para promover la independencia de la investigación en inversión.
- (b) No está sujeta a ninguna prohibición de operar antes de la divulgación de investigaciones en inversión.

Descargo de responsabilidad sobre rendimiento

El rendimiento pasado no es un indicador fiable de resultados futuros. Las declaraciones prospectivas, datos o previsiones pueden no materializarse.

Uso de marcas y referencias a índices

Los nombres de productos, empresas y logotipos mencionados en este documento son marcas comerciales o marcas registradas de sus respectivos propietarios.

Información sujeta a cambios

Todas las opiniones y estimaciones reflejan nuestro criterio en la fecha de este comentario y están sujetas a cambios sin previo aviso. Las posiciones en cartera mencionadas pueden no estar vigentes en el momento en que reciba esta publicación y están sujetas a modificaciones sin previo aviso.

Restricciones en el uso de la información

Este comentario y la información contenida en él no pueden ser reproducidos (total o parcialmente), republicados, distribuidos, transmitidos, exhibidos o explotados de ninguna manera por terceros sin el consentimiento previo por escrito de Comgest.

Limitación de responsabilidad

Parte de la información contenida en este documento ha sido obtenida de fuentes que se consideran fiables, pero no se puede garantizar su exactitud. Comgest no asume ninguna responsabilidad por la precisión o integridad de la información.

Información legal sobre Comgest

Comgest S.A. es una sociedad de gestión de carteras regulada por la *Autorité des Marchés Financiers* y tiene su sede en 17, square Edouard VII, 75009 París.

Comgest Asset Management International Limited es una firma de inversión regulada por el *Central Bank of Ireland* y está registrada como *Investment Adviser* ante la *U.S. Securities and Exchange Commission* con sede en 46 St. Stephen's Green, Dublín 2, Irlanda.

Comgest Far East Limited está regulada por la *Securities and Futures Commission* de Hong Kong.

Comgest Asset Management Japan Ltd. está regulada por la *Financial Services Agency of Japan* (registrada en el *Kanto Local Finance Bureau* bajo el número Kinsho1696).

Comgest US L.L.C. está registrada como *Investment Adviser* ante la *U.S. Securities and Exchange Commission*.

Comgest Singapore Pte. Ltd. es una compañía de gestión de fondos con licencia y asesora financiera exenta (para inversores institucionales y acreditados), regulada por la *Monetary Authority of Singapore*.

Los profesionales de inversión mencionados en este documento están empleados por Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. o Comgest Singapore Pte. Ltd.

Restricciones específicas por región

Para Reino Unido:

Este documento no ha sido distribuido ni aprobado para los fines de la sección 21 de la *Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)* por una persona autorizada bajo la FSMA. Se comunica exclusivamente a profesionales de inversión conforme al artículo 19(5) de la *Financial Promotions Order 2005 (FPO)*. Los valores mencionados solo están disponibles para inversores profesionales y cualquier oferta, solicitud o acuerdo de compra solo será realizado con inversores profesionales. Si no es un inversor profesional, no debe basarse en este comentario ni en su contenido.

Para Hong Kong:

Este documento no ha sido revisado por la *Securities and Futures Commission* de Hong Kong.

Para Singapur:

Este documento no ha sido revisado por la *Monetary Authority of Singapore*.

Para Australia:

Comgest Far East Limited está regulada por la *Securities and Futures Commission* bajo las leyes de Hong Kong, que difieren de las leyes australianas. Comgest Far East Limited está exenta de la obligación de poseer una licencia de servicios financieros en Australia en virtud de la *Australian Corporations Act* para los servicios financieros que proporciona. Este documento está dirigido exclusivamente a *wholesale clients* y no está destinado ni debe ser considerado por *retail investors* según la *Australian Corporations Act*.

Comgest Singapore Pte. Ltd. está regulada por la *Monetary Authority of Singapore* bajo las leyes de Singapur, que difieren de las leyes australianas. Comgest Singapore Pte. Ltd. está exenta de la obligación de poseer una licencia de servicios financieros en Australia en virtud de la *Australian Corporations Act* para los servicios financieros que proporciona. Este documento está dirigido exclusivamente a *wholesale clients* y no está destinado ni debe ser considerado por *retail investors* según la *Australian Corporations Act*.

comgest.com

AMSTERDAM	HONG KONG	SYDNEY
BOSTON	LONDON	TOKYO
BRUSSELS	MILAN	VIENNA
DUBLIN	PARIS	
DUSSELDORF	SINGAPORE	