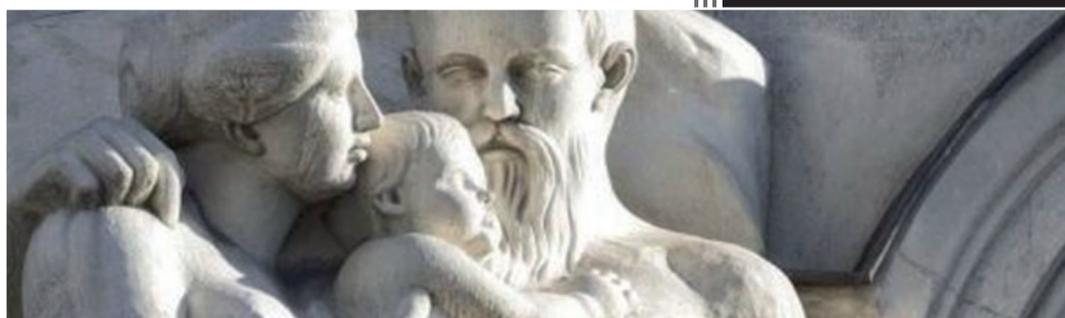


II ESTUDIO BANCA MARCH-IE

# El “family premium” en la empresa cotizada europea:

¿realmente una consecuencia de la dimensión familiar de  
la empresa?





## **Autores:**

### **Cristina Cruz Serrano**

*Profesora de Gestión Emprendedora y Empresa Familiar . IE Business School*

### **Laura Núñez Letamendia**

*Profesora de Dirección Financiera . IE Business School*

#### **MARCH GESTIÓN:**

March Gestión (MGF) es la gestora de activos de la Banca March. Con más de 4.000 millones de euros y un equipo de 30 profesionales, la filosofía de inversión combina la **creación de valor con la protección del patrimonio**. Renta variable global y la asignación de activos son las principales áreas de especialización. Durante los últimos años, MGF ha recibido numerosos premios y reconocimientos por su gestión.

#### **BANCA MARCH:**

Banca March es uno de los principales grupos financieros españoles, de propiedad totalmente familiar, especializado en banca privada, banca corporativa y gestión de activos, y con una de las ratios de solvencia más elevados de Europa. Durante 2010 y 2011 ha sido nº 1 en los test de estrés de la banca europea según el Comité Europeo de Supervisores Bancarios. Banca March ha sido elegida Mejor Entidad española en Gestión de Activos y Patrimonios en 2013 por *Global Banking & Finance International*; Mejor Entidad de Banca Privada en España (Best Private Bank 2013, Spain) por la revista británica *World Finance* por cuarto año consecutivo, y Mejor Entidad de Banca Privada Europea en 2013 por la publicación *International Alternative Investment Review (IAIR)*.

#### **IE BUSINESS SCHOOL:**

IE Business School forma líderes que promueven la innovación y el cambio en las organizaciones. Reconocida como una de las principales escuelas de negocios del mundo, IE Business School dispone de un campus urbano en Madrid y delegaciones en los 5 continentes. La escuela de negocios cuenta con un claustro de más de 400 profesores que, actualmente, imparten clases a alumnos de 93 países en programas master, de doctorado y de Executive Education. IE Business School desarrolla metodologías de aprendizaje online y presencial que benefician a la red de comunidades de la escuela, de la que forman parte 40.000 graduados que ocupan puestos de responsabilidad en más de 100 países.



Estimado lector,

Es para mí un honor introducir el II Informe Banca March – IE Business School sobre la Empresa Familiar. Como entidad de origen familiar con más de 100 años de historia e inversora habitual en otras empresas familiares, los resultados del presente estudio no dejan de sorprendernos por lo positivo de los mismos.

Por ello, la difusión del presente estudio es un orgullo por partida doble. Por un lado, para hacer justicia a todas esas empresas familiares en el mundo que con su esfuerzo y compromiso generan empleo y riqueza incluso en momentos difíciles como los que atravesamos hoy por la crisis económica. Por otro, porque como inversores en empresas familiares cotizadas a nivel internacional hemos constatado en nuestro fondo de inversión *The Family Businesses Fund* que son una inversión muy rentable, con más de un 30% de rentabilidad acumulada en los dos años de existencia del producto y, además, con el convencimiento de que será uno de nuestros fondos más rentables a largo plazo.

Quisiera también poder aprovechar estas líneas para agradecer la excelente labor de investigación de las profesoras del IE Business School Cristina Cruz y Laura Nuñez; sin su esfuerzo y dedicación no hubiera sido posible conocer hoy un poco mejor el intrigante misterio de la mayor rentabilidad de la empresa familiar a largo plazo.

Confianto en que también le pueda ser de interés, reciba un cordial saludo

A handwritten signature in blue ink, reading "José Luis Jiménez Guajardo-Fajardo". The signature is written in a cursive style with some flourishes.

José Luis Jiménez Guajardo-Fajardo  
Director General, March Gestión.



# Índice

I. Introducción	Pág. 2
II. Objetivos del Informe	Pág. 4
III. Características de las Empresas Familiares Cotizadas Europeas.	Pág. 6
IV. ¿Es la mayor rentabilidad generada por la empresa familiar una compensación por los riesgos asumidos?	Pág. 9
V. ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en todos los países europeos?	Pág. 14
VI. ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en todos los sectores?	Pág. 20
VII. ¿Existen diferencias en el análisis de la rentabilidad-riesgo de la empresa familiar en función de su dimensión?	Pág. 29
VIII. ¿Existe un equilibrio óptimo entre la participación de la familia en la empresa y la del mercado?	Pág. 34
IX. ¿Influye la presencia del fundador en la rentabilidad-riesgo de la empresa familiar?	Pág. 39
X. ¿Y qué opina el mercado?	Pág. 43
XI. Conclusiones	Pág. 46
Referencias	Pág. 47
Anexos	Pág. 48

# I. Introducción

El I Informe Banca March-IE sobre Empresa Familiar<sup>1</sup> analizó la creación de valor de la Empresa Familiar cotizada europea durante el periodo 2001-2010. El informe definía la empresa familiar como aquella en la que se cumplen dos condiciones:

Se considera empresa familiar aquella en la que un individuo o grupo familiar poseen al menos el 20% de las acciones de la empresa y en la que al menos un miembro de la familia está presente en el Consejo de Administración.

Implícitamente, la definición trata de determinar las condiciones mínimas para garantizar el control familiar de una empresa, ya que se supone que este control por parte de accionistas familiares dota a la empresa de unos rasgos distintivos que influyen en la toma de decisiones estratégicas y por tanto impactan la creación de valor.

Los expertos coinciden en señalar que el principal rasgo distintivo de este control familiar es el hecho de que en las empresas familiares, la maximización de beneficios financieros convive con la consecución de otro tipo de objetivos no económicos que son importantes para el grupo familiar propietario. El conjunto de estos beneficios no económicos se conoce como RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL (SEW por sus siglas en inglés, Socioemotional Wealth) e incluye aspectos tales como la posibilidad de dar empleo a otros miembros de la familia o de transmitir un legado a generaciones futuras<sup>2</sup>.

La preservación de esta riqueza socioemocional se convierte en un fin en sí mismo para los propietarios familiares lo que dota a la empresa familiar de rasgos únicos. Como se mencionó en el I Informe, algunos de estos rasgos únicos afectarían positivamente a la rentabilidad (e.g. mayor orientación a largo plazo) y otros lo harían negativamente (e.g. nepotismo).

Ante la falta de resultados concluyentes sobre el efecto neto de la propiedad familiar sobre la rentabilidad, el I Informe Banca March-IE realizó un análisis exhaustivo comparando la rentabilidad de la empresa familiar europea cotizada con la de la no familiar durante la década 2001-2010. Los resultados del informe no dejaban lugar a dudas: las empresas familiares europeas cotizadas generaron una mayor rentabilidad bursátil durante el periodo 2001-2010 y obtuvieron una mayor rentabilidad económica (ROA), además de aportar mayor valor en otras dimensiones tales como la creación de empleo o mayor estabilidad en tiempos de crisis.



Figura 1. Objetivos de las Empresas Familiares

A pesar de la contundencia de estos resultados, el estudio abría numerosos interrogantes relacionados con los determinantes de la existencia de este “family premium” entre las empresas cotizadas europeas. Muchos de estos interrogantes fueron planteados por los propios lectores del I Informe Banca March-IE. Inversores, gestores de carteras, propietarios familiares y un largo etc. de individuos que, ante la clara evidencia de una mayor capacidad para generar valor de la empresa familiar, se preguntaban si este “family premium” se debía realmente a los efectos positivos del control familiar o por el contrario era debido a otros factores.

<sup>1</sup> Cruz, C. y Nuñez, L. 2012 “La creación de valor en la empresa familiar cotizada europea 2001-2010”. <http://entrepreneurship.blogs.ie.edu/2012/06/19/la-creacion-de-valor-en-la-empresa-familiar-cotizada-europea/>

<sup>2</sup> Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J., 2007; Berrone, Cruz, Gomez-Mejia, 2012.

Entre estos otros factores, una cuestión recurrente es la **relación entre riesgo y rentabilidad** en la empresa familiar. La teoría financiera clásica señala una relación positiva entre riesgo y rentabilidad bursátil afirmando que en un mercado eficiente, no es posible obtener mayores rendimientos sin incurrir en mayores riesgos<sup>3</sup>. Adicionalmente, los estudios sobre empresa familiar señalan que los rasgos diferenciales también impactan la orientación al riesgo de sus propietarios así como la percepción de los inversores sobre el riesgo asociado a invertir en este tipo de empresas. Por tanto, podría darse el caso de que la mayor rentabilidad de la empresa familiar no se debiera a los efectos positivos de la dimensión familiar, sino que fuera una consecuencia de la mayor exposición al riesgo al invertir en este tipo de compañías.

Asimismo, se señalaron también como posibles determinantes del “family premium” diferencias relacionadas con el **entorno competitivo y/o las propias características de la empresa**. El impacto sobre la rentabilidad-riesgo de una empresa de factores relacionados con el país en el que opera, el sector en el que compete o el tamaño de la empresa, es algo comúnmente aceptado. Así pues, el “family premium” podría no estar reflejando diferencias entre empresas familiares y no familiares, sino una mayor concentración de empresas familiares en países o sectores con mayor rentabilidad o simplemente diferencias en tamaño entre ambos tipos de empresas.

Finalmente, las diferencias en rentabilidad también podrían deberse a **diferencias entre las propias empresas familiares**. El control de la empresa por parte de un grupo familiar distingue a la empresa familiar de la no familiar, pero el grado de control familiar varía de una empresa familiar a otra. Entre los factores que afectan a este control familiar se encuentran por ejemplo el porcentaje de acciones en manos de la familia, la etapa generacional en la que se encuentra la empresa o la presencia de miembros de la familia en los órganos de dirección<sup>4</sup>.

Por tanto, el “family premium” podría estar relacionado solamente con un determinado tipo de empresas familiares.

La Figura 2 recoge todos los posibles determinantes que podrían estar afectando a la relación rentabilidad riesgo en la empresa familiar.

El **II Informe Banca March-IE** trata de responder a las preguntas “prácticas” de nuestros lectores en relación a la existencia del “family premium” desde el rigor que caracteriza a una investigación “académica”.

En concreto, el estudio analiza el impacto sobre la rentabilidad-riesgo de la empresa familiar de cada uno de los factores mostrados en la Figura 2. El objetivo final es determinar si el “family premium” de las empresas familiares cotizadas europeas es realmente una consecuencia de los efectos positivos del control familiar o por el contrario puede explicarse por otros factores que no tienen que ver con la dimensión familiar de la empresa.

Asimismo, dada la heterogeneidad de la empresa familiar el informe trata de determinar si este “family premium” es atribuible a todos los tipos de empresas familiares, o solamente se puede asociar a determinados grupos de éstas.



Figura 2. Factores que afectan a la relación rentabilidad-riesgo en la empresa familiar

<sup>3</sup> Sharpe, W.F., 1964.

<sup>4</sup> Gomez-Mejia, Cruz, Berrone y De Castro, 2012

## II. Objetivos del Informe

El estudio plantea los siguientes objetivos:

### Objetivo I. Análisis de la relación rentabilidad riesgo entre empresa familiar (EF) y empresa no familiar (ENF).

Los resultados del I Informe Banca March-IE parecían sugerir que las empresas familiares obtenían mayores rendimientos en bolsa a pesar de exhibir un menor riesgo de mercado. Ante la importancia de comprender esta relación, el II Informe Banca March-IE realiza un análisis mucho más exhaustivo de la relación riesgo-rentabilidad en la empresa familiar, incluyendo nuevos indicadores de riesgo con el fin de responder a la siguiente pregunta:

- ¿Es la mayor rentabilidad bursátil generada por la empresa familiar europea frente a la empresa no familiar una compensación por los riesgos asumidos?

### Objetivo II. Análisis de la relación rentabilidad riesgo entre EF y ENF en función de factores relacionados con el entorno competitivo y/o las características de la empresa.

El informe trata de determinar si el "family premium" es atribuible a diferencias de contexto, relacionadas con el país en el que opera la empresa familiar o el sector en el que compite, o se debe a diferencias relacionadas con el distinto tamaño de la empresa familiar frente a la no familiar. En concreto, el II Informe Banca March-IE trata de responder a las siguientes preguntas:

- ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en todos los países europeos?
- ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en todos los sectores?
- ¿Existen diferencias entre la rentabilidad-riesgo de las empresas familiares en función de la dimensión de la empresa?

### Objetivo III. Análisis de la relación rentabilidad riesgo entre distintos tipos de empresas familiares.

La heterogeneidad de la EF en cuanto a su dimensión familiar lleva a preguntarse si las conclusiones sobre la mayor rentabilidad de la EF son generalizables a todos los tipos de EF independientemente del grado de control familiar o del grado de influencia de la familia en la empresa. Por este motivo, de este tercer objetivo surgen las siguientes preguntas que el II Informe Banca March-IE tratará de responder:

- ¿Existe un equilibrio óptimo entre la participación de la familia en la empresa y la del mercado?
- ¿Cómo influye la presencia del fundador en la rentabilidad-riesgo de la empresa familiar?

## Objetivo IV. Análisis de la percepción del mercado

Si realmente existen diferencias entre EF y ENF en general y si estas diferencias están afectadas por el contexto en el que opera la empresa o las características de la misma, es interesante conocer cómo estas diferencias son percibidas por los mercados. Igualmente, si existen diferentes tipos de EF que llevan asociados diferentes niveles de riesgo y rentabilidad resulta lógico preguntarse si el mercado valora por igual todos los tipos de EF o si por el contrario algunas están más penalizadas que otras. Estas cuestiones dan lugar al último de los interrogantes que el II Informe Banca March-IE trata de responder:

### ■ ¿Y qué opina el mercado?

Dado que el objetivo es profundizar en los determinantes del “family premium” confirmado en la primera edición, el informe parte de la misma muestra de empresas familiares cotizadas europeas. Sin embargo, con el fin de adaptar esta muestra a los nuevos objetivos planteados, se han añadido numerosas variables de interés para el estudio, logrando una muestra final que, aunque menor en tamaño, es mucho más rica en cuanto a veracidad y riqueza de la información contenida. En concreto:

- La muestra incluye sólo aquellos países con un número de empresas cotizadas con más de 50 mill. de € de capitalización bursátil significativo (al menos 50). Esto reduce la representatividad de la muestra a 6 países europeos.
- Se introducen nuevos indicadores de riesgo, distinguiendo entre riesgo económico, solvencia, de mercado y de liquidez.
- Se examina si existen pautas diferentes en el comportamiento de las empresas familiares en los diferentes países europeos analizados.
- Se realiza un exhaustivo análisis sectorial para determinar en qué sectores predominan las empresas familiares y en cuáles son más rentables.
- Se recogen datos sobre el porcentaje exacto de propiedad en manos de la familia durante cada uno de los 10 años considerados con el fin de analizar el efecto propiedad familiar sobre la rentabilidad y el riesgo.
- Se analizan las empresas familiares individualmente para distinguir empresas familiares en las que el fundador está presente de aquellas empresas que ya han superado el relevo generacional.

### III. Características de las Empresas Familiares Cotizadas Europeas<sup>6</sup>.

#### Muestra Final del II Estudio Banca March-IE

- Empresas no financieras cotizadas.
- 6 países: Reino Unido, Francia, Italia, España, Alemania y Suiza.
- 832 empresas, 31% (255) familiares y 69% (577) no familiares
- Horizonte temporal 10 años. Periodo 2001-2010

El análisis de los descriptivos de la muestra<sup>7</sup> confirma que, efectivamente las EF son diferentes a las ENF:

- Las EF son más pequeñas que las ENF tanto en volumen de ventas, como en activos totales y capitalización bursátil.
- Las EF son empresas más longevas. La edad media de la EF es de 68 años frente a 51 de la ENF y el porcentaje de empresas centenarias es mayor entre las EF (un 25% de las EF tienen más de 100 años frente a un 17% en el caso de los ENF).

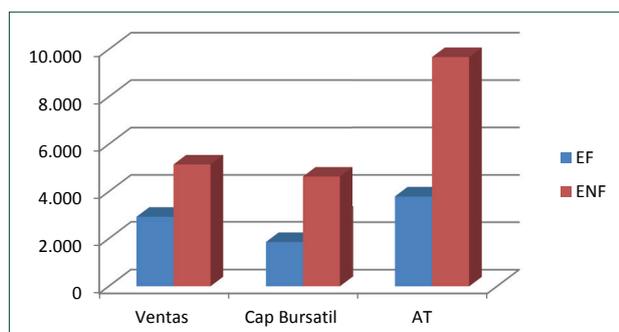


Gráfico 1. Tamaño (mill. €) EF frente a la ENF

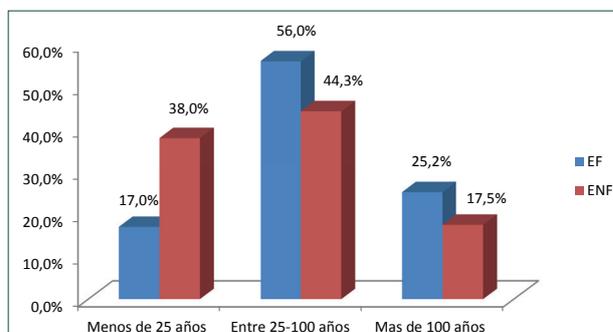


Gráfico 2. Edad EF frente ENF

- La distribución de las EF por países difiere de la de las ENF. En el Reino Unido, país con mayor número de empresas cotizadas, sólo un 10% son familiares mientras que en Italia la proporción de empresas familiares entre las cotizadas se eleva al 53%.

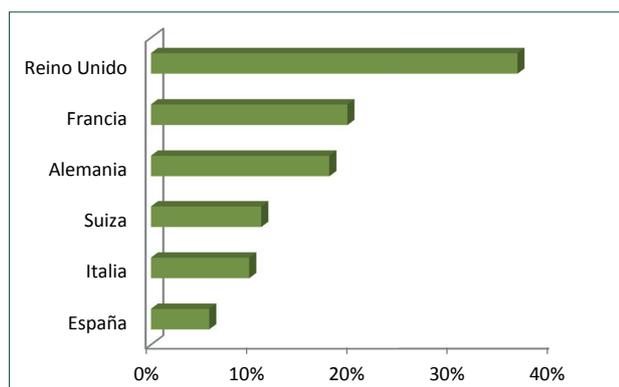


Gráfico 3. Distribución geográfica de las empresas de la muestra

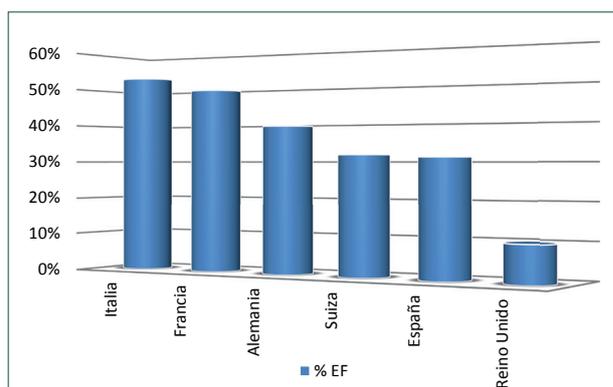


Gráfico 4. Distribución geográfica de la EF

<sup>6</sup> El estudio utiliza la misma definición de empresa familiar que en el I informe es decir considera empresa familiar aquella en la que un grupo familiar poseen al menos el 20% de las acciones de la empresa y en la que al menos un miembro de la familia está presente en el Consejo de Administración.

<sup>7</sup> En el ANEXO I se describe el proceso de selección de la muestra en este II informe Banca March-IE.

- Existen también importantes diferencias en la distribución sectorial entre EF y ENF, situándose las EF cotizadas sobre todo en algunos sectores manufactureros y comercio.

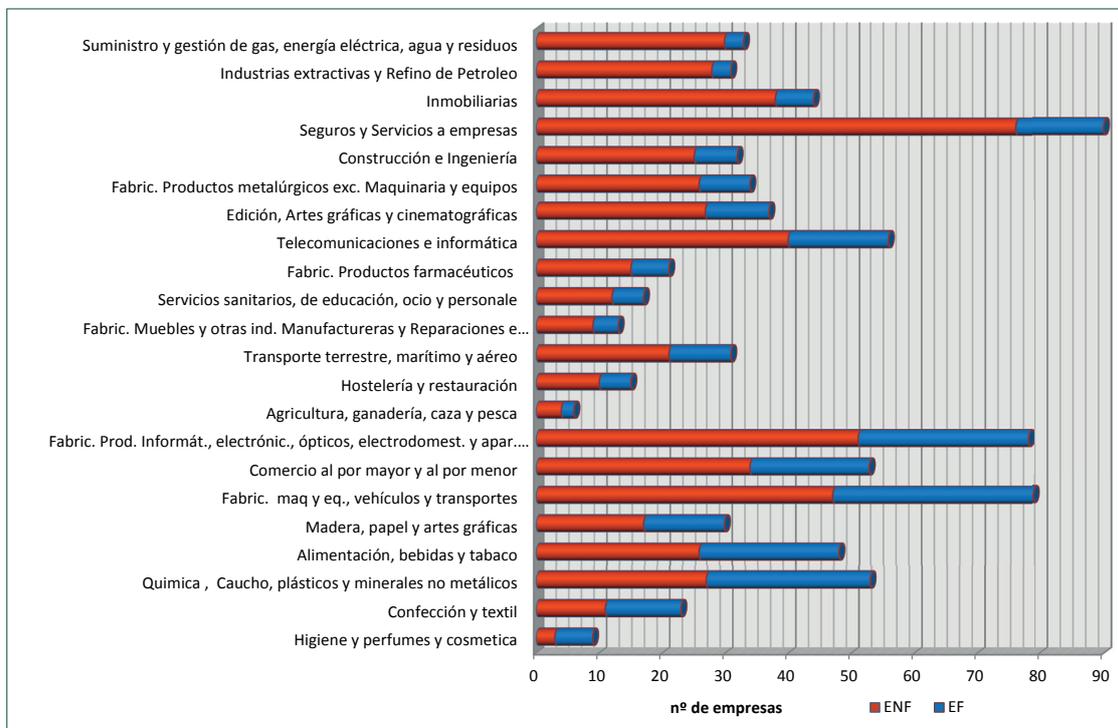


Gráfico 5. Distribución sectorial de la EF frente a la ENF

- El análisis de la muestra confirma que no todas las EF son iguales. Dentro de las empresas familiares, existen por ejemplo diferencias con relación a su tamaño, tal y como indica el Gráfico 6. La mayoría de las EF (45%) se incluyen dentro del grupo de empresas "pequeñas" (capitalización bursátil inferior a los 350 M Euros), un 42% en el grupo de empresas medianas (entre 350M y 3300M de Euros) y un 13% se consideran empresas grandes (más de 3300M de Euros de capitalización).

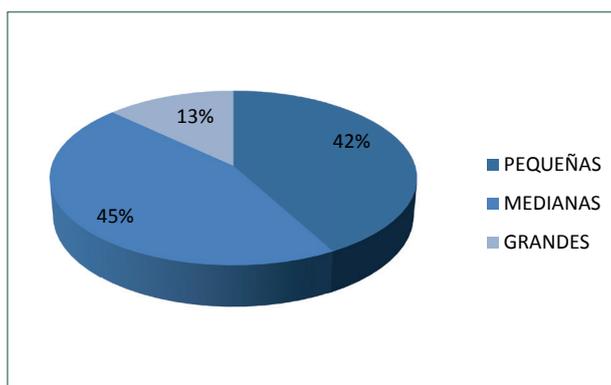


Gráfico 6. Distribución de la EF en función del tamaño

■ Los descriptivos de la muestra revelan también heterogeneidad dentro del grupo de empresas familiares en función del grado de control familiar así como en relación con la presencia o no del fundador en la misma (Gráficos 7 y 8).

- El fundador está presente en un 35% de las empresas familiares, mientras que un 65% ya ha superado al menos un relevo generacional.
- En relación con la propiedad, el grupo más numeroso de EF lo constituyen aquellas en las que la familia posee entre el 40-60% de las acciones de la empresa.

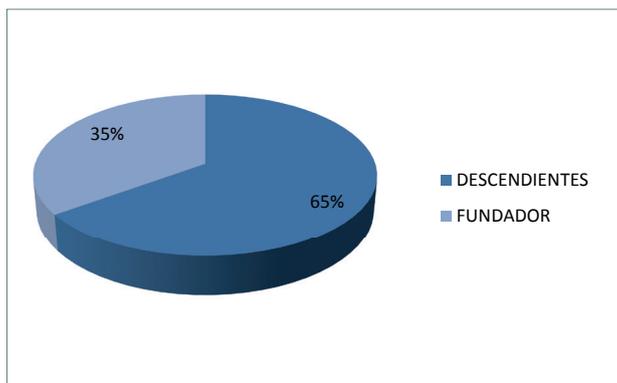


Gráfico 7. Distribución de la EF según etapa generacional

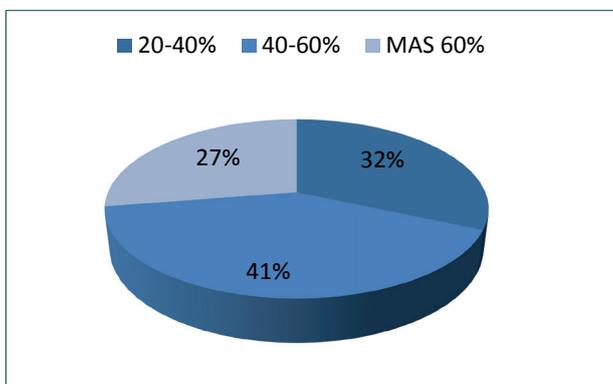


Gráfico 8. Distribución de la EF según porcentaje propiedad familiar

## IV. ¿Es la mayor rentabilidad generada por la empresa familiar una compensación por los riesgos asumidos?

**NO.** El "Family Premium" sigue existiendo aún teniendo en cuenta los distintos riesgos asociados a la inversión en empresas familiares.

La EF ofrece una mayor rentabilidad económica y bursátil y posee un menor riesgo de insolvencia, económico y de mercado que la ENF. El único riesgo para el que la EF presenta niveles más elevados que la ENF es el riesgo de liquidez bursátil, que no obstante no es suficiente para justificar la existencia del "family premium".

Compañía	País
Fuchs Petrolub	Alemania
Faiveley Transport	Francia
Mulberry Group	Reino Unido
Puma	Alemania
Anglo-Eastern Plantations	Reino Unido
Bijou Brigitte Accessories	Alemania
Elringklinger	Alemania
Compugroup Medical	Alemania
Prim	España
Audi	Alemania
<b>Rentabilidad Anual Media Top 10 EF</b>	<b>37,13%</b>
Rentabilidad Anual Media EF	11,61%
Rentabilidad Anual Media ENF	8,70%
<b>Rentabilidad Anual Media por unidad de riesgo Top 10 EF</b>	<b>1,03%</b>
Rentabilidad Anual Media por unidad de riesgo EF	0,21%
Rentabilidad Anual Media por unidad de riesgo ENF	0,12%

TOP 10 Empresas Familiares más rentables 2001-2010

### FUCHS PETROLUB AG



Empresa fundada en 1931 en Mannheim (Alemania) por Rudolf Fuchs. En la actualidad es líder mundial de la industria de lubricantes. El grupo cuenta con más de 3.795 empleados. Actualmente, la familia Fuchs posee alrededor del 30% de las acciones.

### FAIVELEY TRANSPORT



Empresa francesa fundada por Louis Faiveley en 1919. Es líder en la fabricación de equipos para la industria ferroviaria. La familia Faveley posee más del 50% de las acciones de la empresa.

### MULBERRY GROUP PLC



Empresa británica fundada en 1971 por Roger Saul dedicada a la fabricación de bolsos y otros complementos. Sus principales accionistas en la actualidad son Christina Ong y su marido Ong Beng Seng quienes tomaron el control de la empresa en 2003.

## ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD-RIESGO DE LA EMPRESA FAMILIAR FRENTE A LA EMPRESA NO FAMILIAR

Como ya se ha mencionado, los resultados del I Informe Banca March-IE parecían sugerir que las EF obtenían mayores rendimientos en bolsa a pesar de tener asociado un menor riesgo de mercado. En este capítulo se realiza un análisis mucho más exhaustivo

de la relación riesgo-rentabilidad en la EF con el fin de determinar si la mayor rentabilidad bursátil que han generado las EF en la última década responde a una compensación por el mayor riesgo asociado que pudiera conllevar la inversión en las mismas.

Siguiendo los estándares de las principales teorías financieras y estratégicas, el estudio utiliza dos indicadores para medir la rentabilidad de una empresa:

Rentabilidad	Definición	Indicador
Rentabilidad Económica	Capacidad de la empresa de generar beneficios con los activos de los que dispone.	ROA (EBITDA/AT)
Rentabilidad Bursátil	Rentabilidad obtenida en Bolsa ajustada por dividendos y otras remuneraciones al accionista.	Rentabilidad Anual Compuesta

Asimismo, distingue cuatro tipos de riesgo que impactan la rentabilidad de cualquier tipo de empresa y propone distintos indicadores para medir estos riesgos:

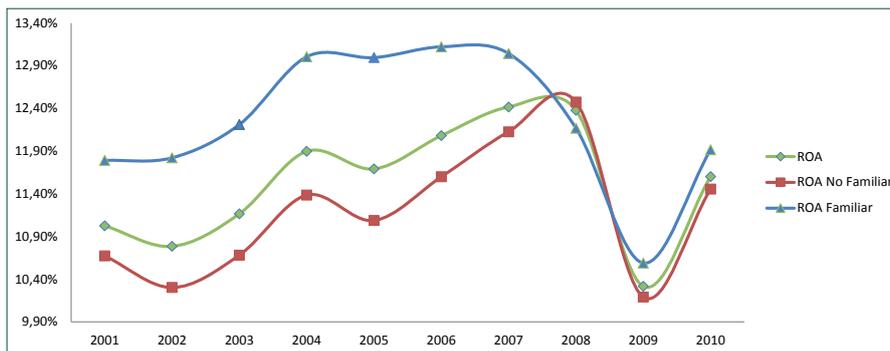
Riesgo	Definición	Indicador
Riesgo Económico	Relacionado con el riesgo industrial de la compañía, dadas las características del ciclo económico de los sectores en los que opera y con la gestión y la estrategia de la misma para hacer frente en su caso a dichos ciclos. Refleja de alguna forma la inestabilidad de los beneficios (volatilidad del ROA).	Desviación Standard del ROA
Riesgo de Insolvencia	Exposición al riesgo de una empresa relacionado con la probabilidad de quiebra de la misma. Incluye no sólo medidas sobre la estructura financiera sino también otros indicadores que miden eficiencia operativa (como por ejemplo el EBITDA/Activo Total). A menor valor de este índice mayor riesgo de insolvencia presenta la empresa.	Z Altman <sup>8</sup>
Riesgo de Mercado	Comprende tanto el riesgo sistemático o de mercado de la empresa como el riesgo específico de la misma y de alguna forma refleja el riesgo percibido por los inversores (volatilidad de las cotizaciones). Riesgo sistemático o de mercado de la empresa.	Desviación Standard de la Rentabilidad Bursátil Beta <sup>9</sup>
Riesgo de Liquidez	Volumen negociado en euros en el mercado a lo largo de cada año para cada empresa. A menor liquidez, mayor riesgo para el inversor minoritario que adquiere acciones de las empresas cotizadas.	Liquidez Bursátil

<sup>8</sup> En el Anexo II se explica detalladamente la construcción de este indicador

<sup>9</sup> En el Anexo III se explica el proceso de estimación de la Beta seguido en el informe a través del modelo CAPM.

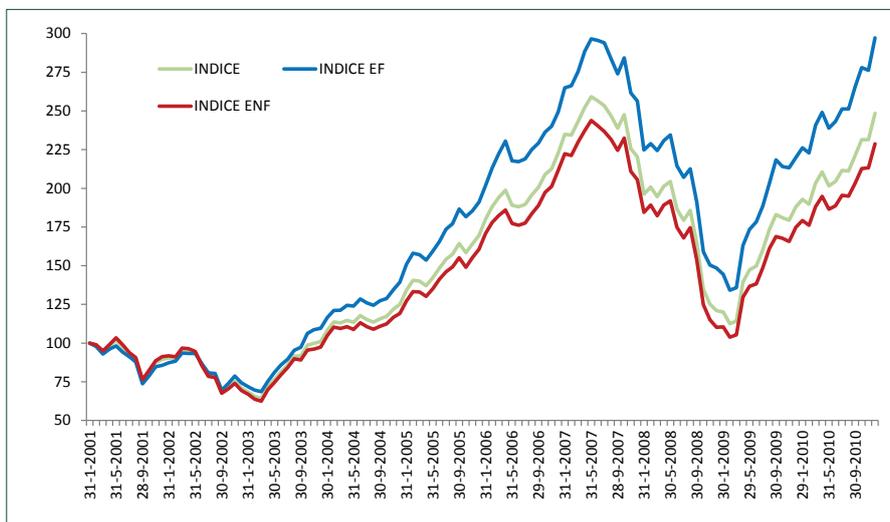
### La rentabilidad de la empresa familiar frente a la empresa no familiar a lo largo de la década.

Los resultados obtenidos para la muestra más reducida y homogénea de 6 países europeos que se analizan en este II Informe Banca March-IE documentan, al igual que en el caso del I Informe, la mayor rentabilidad económica (ROA) y Rentabilidad Bursátil generada por las empresas familiares frente a las no familiares a lo largo de la década analizada.



	ENF	EF
<b>Rentabilidad Económica</b>	<b>11,19%</b>	<b>12,27%</b>

Gráfico 9. Evolución ROA 2001-2010



	ENF	EF
<b>Rentabilidad Anual Compuesta</b>	<b>8,70%</b>	<b>11,61%</b>

Gráfico 10. Índice bursátil agregado para los 6 países de la muestra de las carteras de EF, ENF y Mercado

### El riesgo de la empresa familiar frente a la empresa no familiar a lo largo de la década.

Los gráficos 11 a 14 muestran como las empresas familiares presentan claramente un menor riesgo de insolvencia y económico (mayor Z de Altman y menor volatilidad del ROA). Igualmente tienen un menor riesgo de mercado tanto en términos de Beta como de Volatilidad.

Sin embargo el riesgo de liquidez (gráfico 15) es muy superior en las EF ya que su volumen medio negociado es muy inferior al de las ENF (1.633 mill. € al año por empresa en media frente a los 6.736 para la ENF).

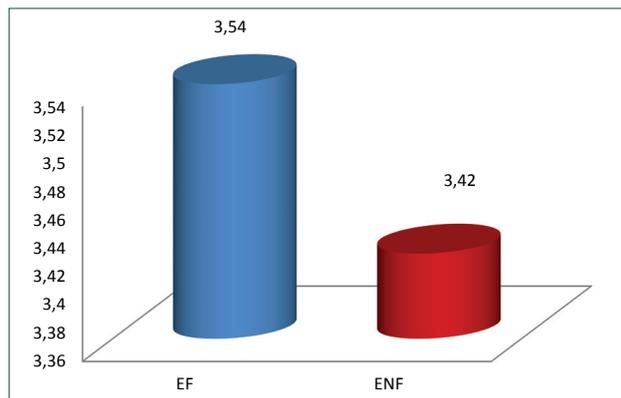


Gráfico 11. Solvencia (Z de Altman)

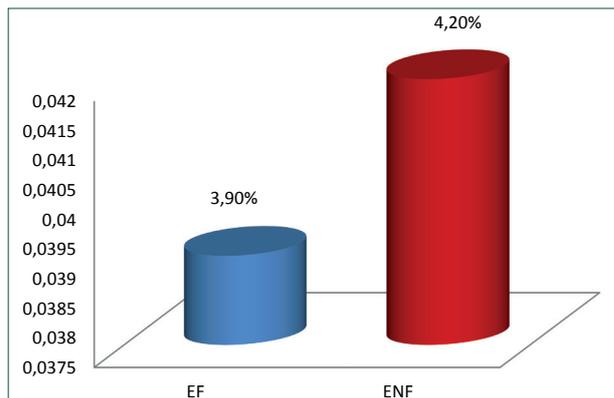


Gráfico 12. Riesgo Económico (Volatilidad del ROA)

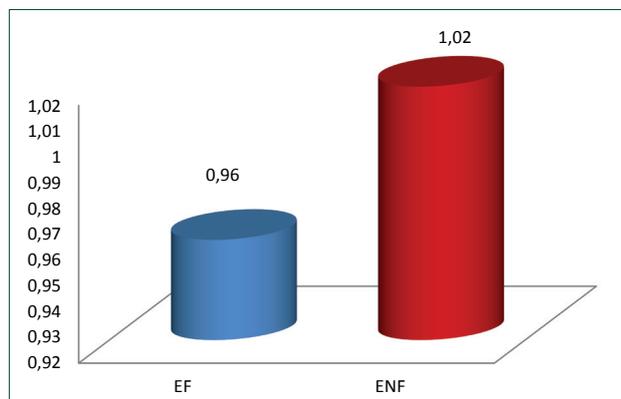


Gráfico 13. Beta

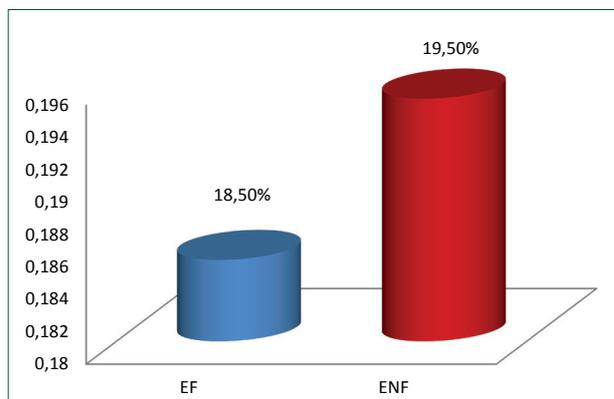


Gráfico 14. Volatilidad Bursátil

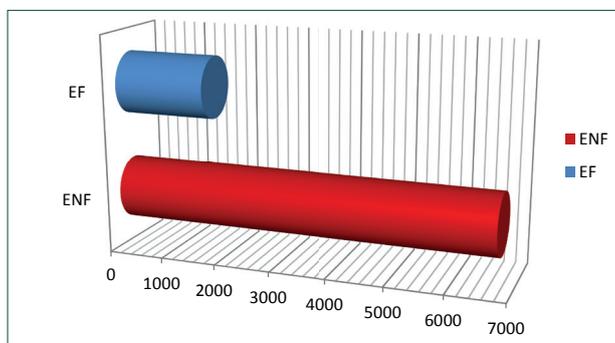


Gráfico 15. Liquidez (Volumen medio anual negociado en mill. de €)

La relación rentabilidad–riesgo de la empresa familiar frente a la empresa no familiar a lo largo de la década<sup>10</sup>.

Así pues, y tal y como se muestra en el Gráfico 16 el análisis comparado de rentabilidad - riesgo bursátil revela que la EF ha generado una mayor rentabilidad para los inversores aún teniendo asociado un menor riesgo de mercado.

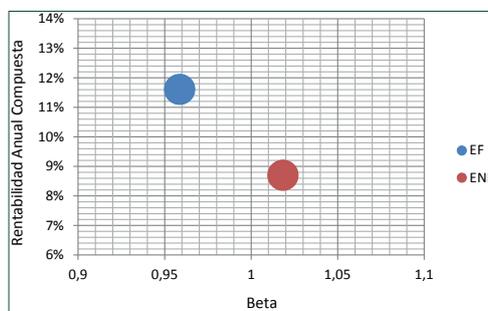


Gráfico 16. Rentabilidad – Riesgo EF frente a la ENF.

Ante estos resultados, es lógico preguntarse si el exceso de rentabilidad de la EF en comparación con la ENF se debe a una compensación por algún tipo de riesgo no necesariamente recogido en el riesgo de mercado (como podría ser el riesgo de liquidez). Y si una vez descontado el efecto de todos estos riesgos, incluido el de liquidez, sigue la EF ofreciendo una rentabilidad económica y bursátil superior a la de la ENF.

Para responder a ello se realiza un análisis de regresión en el que se incluyen como variables de control los distintos tipos de riesgo analizados en este capítulo (Tabla 1)<sup>11</sup>.

El análisis de regresión es concluyente a favor de la existencia del “Family Premium”. El coeficiente positivo y estadísticamente significativo en la regresión referido al hecho de ser empresa familiar implica que, aún controlando por todos los tipos de riesgo mencionados, las empresas familiares obtienen una rentabilidad económica y bursátil superior a las empresas no familiares. La regresión también señala que este “family premium” sigue existiendo incluso cuando se considera el efecto que sobre la rentabilidad pueden tener variables como el país de origen de la empresa, el sector en el que opera o el tamaño de la misma<sup>12</sup>.

	Rendimiento bursátil	ROA
Empresa Familiar	0,035 **	0,020 **
Liquidez	-0,009 **	
Riesgo de Mercado	0,119 **	
Solvencia	0,007 **	0,012 **
Riesgo Económico	-0,188	-0,536 **
Adj. R-Sq.	0,288	0,269
F test	8,314 **	7,841 **
N	7.306	7.357

(\*\*) Estadísticamente significativo al 1%.

Tabla 1. Análisis de Regresión. Efecto de la dimensión familiar sobre la rentabilidad<sup>13</sup>

<sup>10</sup> En el gráfico 16 este riesgo se representa con la Beta pero los resultados no cambian si se utiliza la volatilidad bursátil.

<sup>11</sup> La regresión incluye también como variables de control otros factores que afectan a la rentabilidad tales como el país y el sector en el que opera la empresa y el tamaño de la misma. Se incluyen también variables de control para recoger el posible impacto de los ciclos económicos así como el endeudamiento y el book-to market.

<sup>12</sup> El signo de los coeficientes de regresión de las variables de riesgo indica el efecto de cada uno de ellos sobre la rentabilidad. En los casos de riesgo de liquidez e insolvencia las variables incluidas en la regresión han sido “liquidez” y “solvencia” por tanto un signo negativo en estas variables indica una relación inversa entre las mismas y la rentabilidad, o lo que es lo mismo una relación directa entre los riesgos representados por dichas variables y la rentabilidad, mientras que un signo positivo indicaría una relación inversa entre el riesgo dado por una de estas variables y la rentabilidad.

<sup>13</sup> El análisis de regresión se ha realizado siguiendo la técnica de datos de panel con efectos fijos. La metodología de datos de panel permite captar mejor efectos no detectables en datos de sección cruzada permitiendo además controlar por la heterogeneidad de cada empresa.

## V. ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en los diferentes países europeos?

NO. El "Family Premium" existe en todos los países analizados, pero en Alemania y Reino Unido el diferencial de rentabilidad bursátil ajustada a riesgo de la EF frente a la ENF es muy superior al resto.

Compañía	País
Fuchs Petrolub	Alemania
Puma	Alemania
Bijou Brigitte Accessories	Alemania
Elringklinger	Alemania
Compugroup Medical	Alemania
Rentabilidad Anual Media Top 5 EF Alemania	33,36%
Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF Alemania	10,29%
Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF Muestra	2,91%

TOP 5 Empresas Familiares alemanas mas rentables 2001-2010

PUMA



Empresa fundada en 1948 en Alemania cuando Rudolf Dassler se separa de su hermano Adolf Dassler (fundador de ADIDAS). Dedicada a la fabricación de equipamiento deportivo, la empresa salió a Bolsa en 1986. En 2007, la empresa francesa PPR propiedad de la familia Pinault lanza una OPA amistosa para hacerse con el control de la compañía y actualmente son los socios mayoritarios de la empresa.

ELRINGKLINGER AG



Empresa alemana, fundada en 1879 por Paul Lechler. La empresa se dedica a la fabricación de equipamiento para vehículos. Actualmente, la familia Lechler cuenta con un 52% de las acciones de la empresa.

## ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD-RIESGO DE LA EMPRESA FAMILIAR FRENTE A LA EMPRESA NO FAMILIAR POR PAÍSES

El análisis por países pretende confirmar si las conclusiones sobre rentabilidad-riesgo de la EF frente a la ENF recogidas en el apartado anterior se mantienen para cada uno de los 6 países de la muestra. Como se ha mencionado, podría darse el caso de que esta relación sea diferente dependiendo del entorno geográfico en el que nos situemos, dado el diferente marco institucional y económico de cada país.

### La rentabilidad de la empresa familiar frente a la no familiar en los distintos países de Europa.

El análisis de la Rentabilidad Económica por países muestra que el mayor ROA de la EF frente a la ENF es una constante en casi todos los países, con la excepción de España, donde las ENF tienen un mayor ROA y Suiza, donde prácticamente no hay diferencias entre ambos tipos de empresas. Destacan los casos de las EF en Alemania y Reino Unido, que obtienen una rentabilidad muy superior a las ENF.

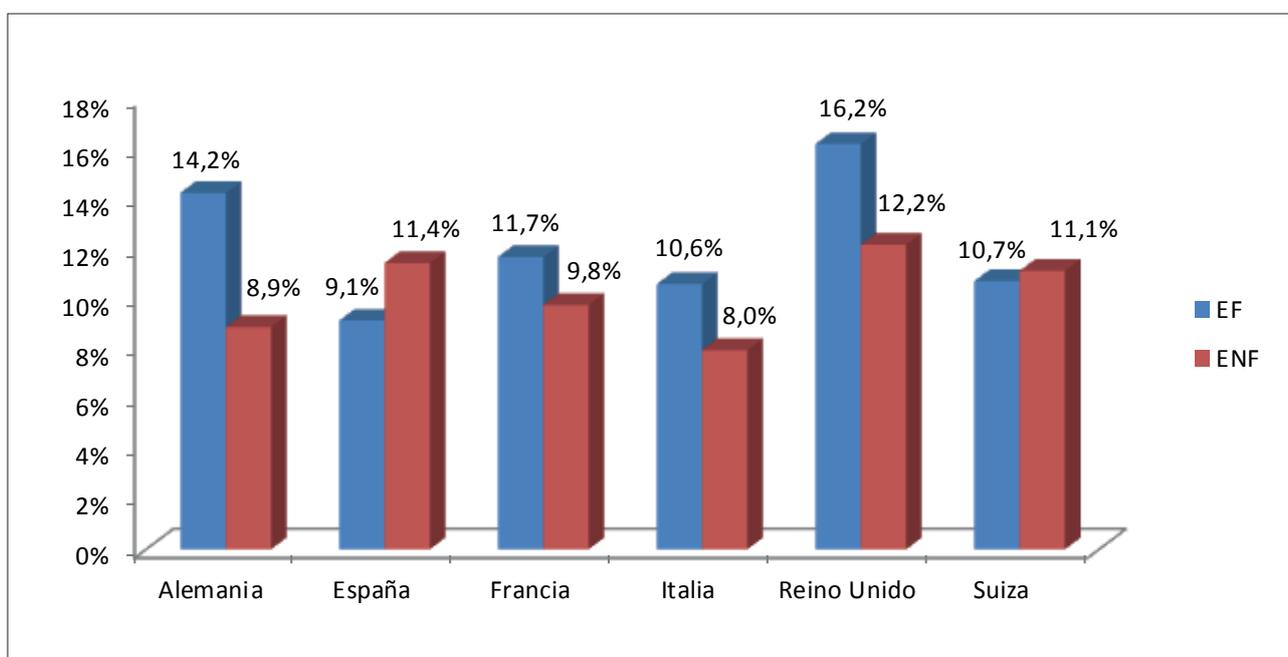


Gráfico 17. Rentabilidad Económica (ROA) media 2001-2010 por países

El análisis de la evolución de la rentabilidad bursátil por países (Gráfico 18) confirma que los resultados encontrados en el apartado anterior para la muestra agregada de las empresas cotizadas en Europa se mantienen también a nivel individual en cada país, obteniendo las EF mayor rentabilidad bursátil que las ENF a lo largo de la década analizada en todos los países de la muestra.

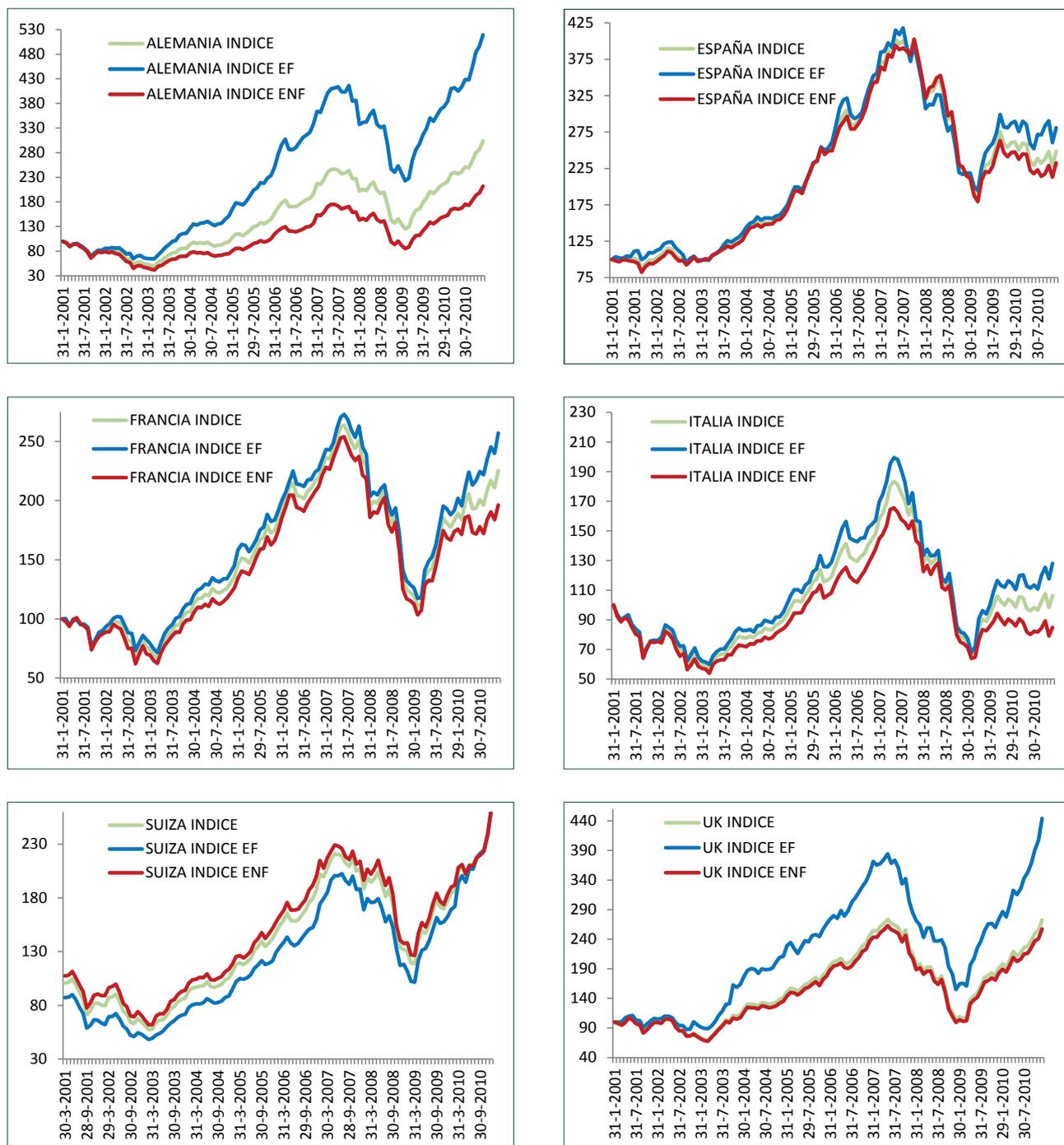


Gráfico 18. Índices de Rentabilidad Bursátil por países.

No obstante, al igual que en el caso del ROA, existen diferencias importantes entre los distintos países. Tal y como muestra el gráfico 19, de nuevo en Alemania y Reino Unido la rentabilidad anual compuesta para el periodo 2001-2010 de las empresas familiares ha sido muy superior a la del conjunto de la muestra, mientras que en Suiza prácticamente no existen diferencias entre ambos tipos de empresas.

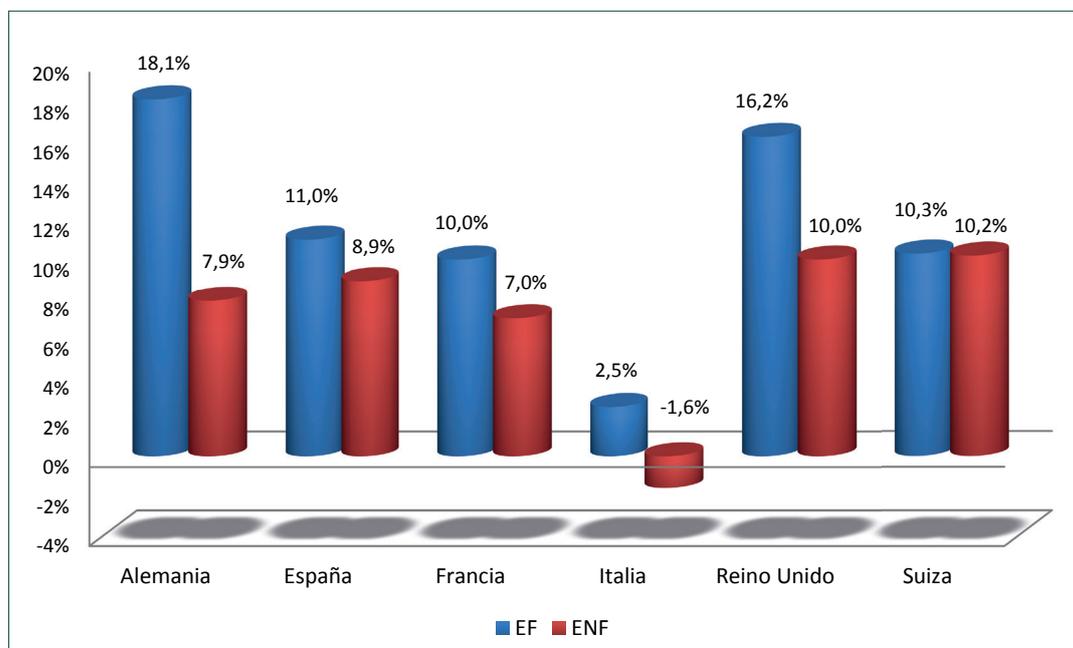


Gráfico 19. Rentabilidad anual compuesta por países

**El riesgo de la empresa familiar frente a la no familiar en los distintos países de Europa.**

El Gráfico 21 muestra que el menor riesgo económico de la EF obtenido a nivel de toda la muestra no se mantiene cuando examinamos estos datos por países. De hecho, aunque en la mayor parte de los países este riesgo es muy similar para ambos grupos de empresas EF y ENF, en el Reino Unido las EF tienen un riesgo económico muy superior al de las ENF, siendo el caso de Suiza el contrario.

Sin embargo los resultados sobre la mayor solvencia de la EF sí se mantienen en todos los países tal y como muestra el índice de Altman (Gráfico 20).

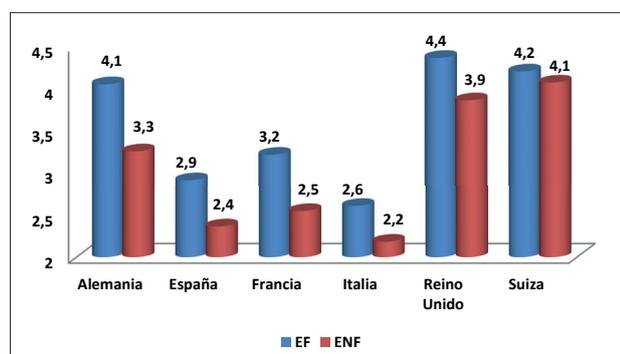


Gráfico 20. Solvencia (Z de Altman)

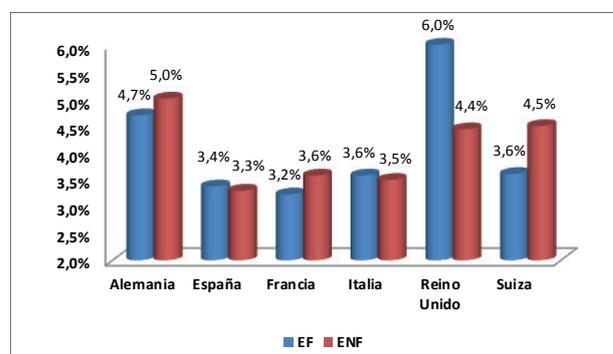


Gráfico 21. Riesgo Económico (Volatilidad del ROA)

En cuanto al riesgo bursátil (gráficos 22 y 23) los datos muestran que es inferior en la EF en el caso de Alemania, Reino Unido y Francia pero no lo es para los casos de España, Italia y Suiza. Y ello es así tanto si tomamos el riesgo total (volatilidad) como si sólo analizamos el riesgo sistemático o de mercado (la beta).

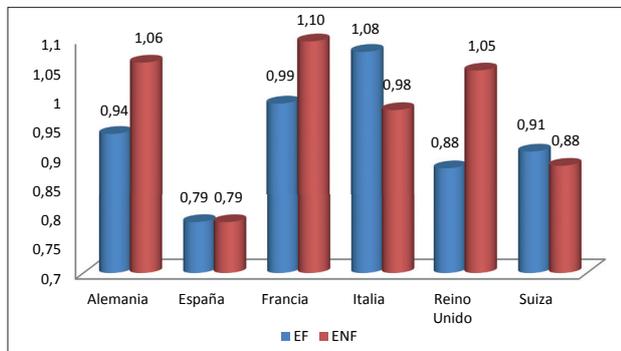


Gráfico 22. Beta

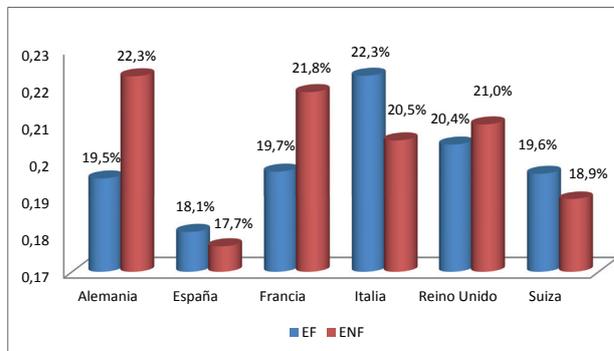


Gráfico 23. Volatilidad Bursátil

Finalmente el mayor riesgo de liquidez asociado a las EF sí es una constante en todos los países, tal y como indica el Gráfico 24.

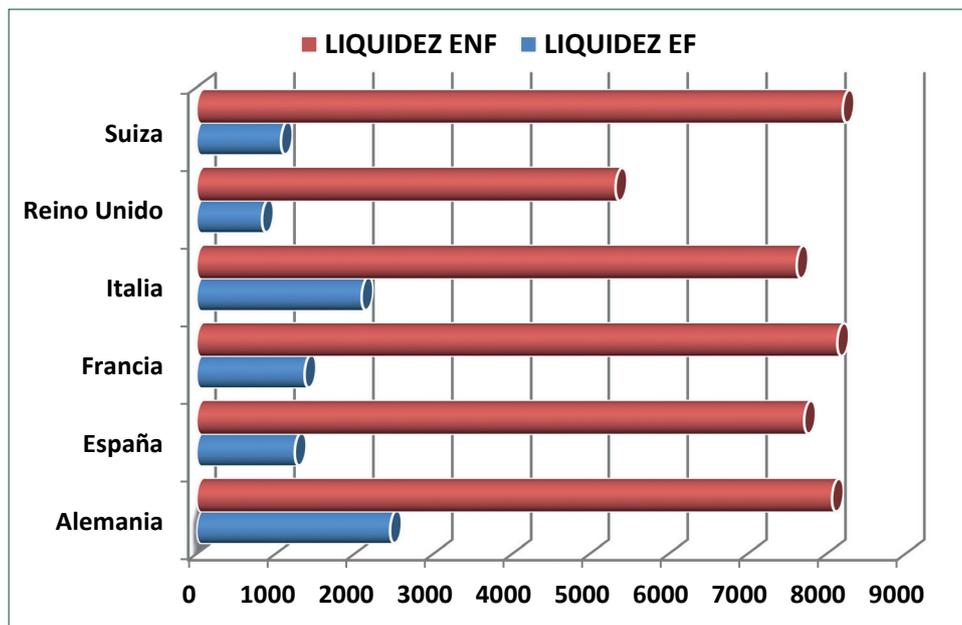


Gráfico 24. Liquidez (Volumen medio anual negociado en mill. de €)

## Análisis rentabilidad-riesgo de la empresa familiar frente a la empresa no familiar en los distintos países de Europa.

El Gráfico 25 indica que el exceso de rentabilidad de la EF frente a la ENF no parece explicarse por un mayor riesgo asociado a invertir en este tipo de empresas, ya que en aquellos países donde las EF exhiben mayor diferencial de rentabilidad frente a las ENF (Alemania y Reino Unido) las EF presentan también los menores niveles de riesgo frente a la ENF.

El caso alemán es particularmente llamativo, ya que a pesar de obtener las EF una rentabilidad 1000 puntos básicos (10 puntos porcentuales) en media anual por encima de la de las ENF, su riesgo sistemático, medido por la Beta es inferior (0,94 EF, 1,06 para la ENF)<sup>14</sup>.

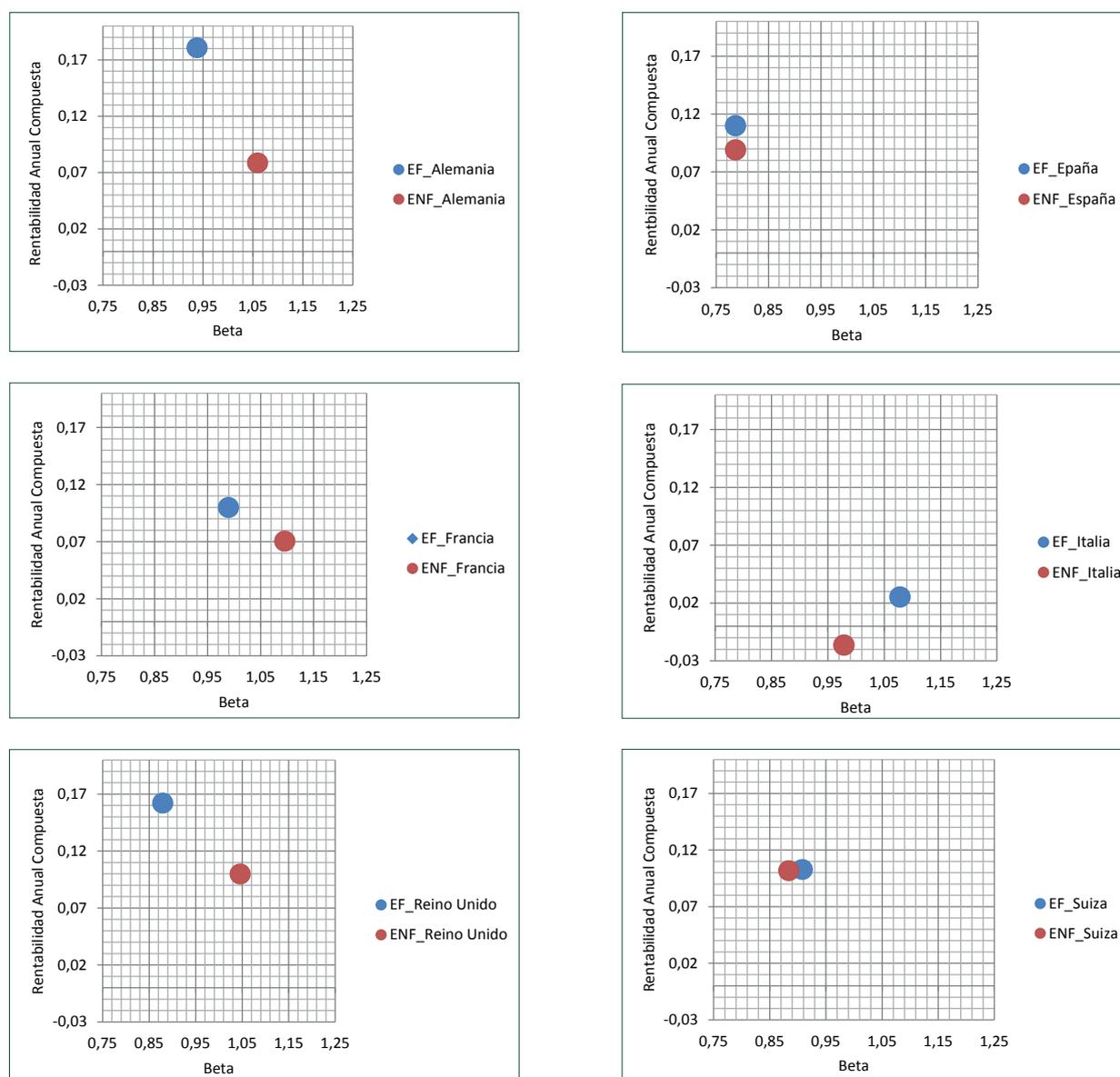


Gráfico 25. Rentabilidad-Riesgo EF frente a ENF por países

<sup>14</sup> Los análisis se han realizado tomando también la volatilidad de la cotización como medida de riesgo y los resultados no cambian en ninguno de los países analizados.

## VI. ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en todos los sectores?

**NO.** El "Family Premium" no existe en todos los sectores analizados.

No obstante, en aquellos sectores en los que la EF bate a la ENF, obtiene diferenciales de rentabilidad muy superiores. Destaca el caso del sector textil, donde las EF han obtenido más de 1100 puntos básicos de rentabilidad media por año que las ENF. En este sector además el riesgo de mercado de la EF es inferior al de la ENF.

Compañía	País
Mulberry Group	Reino Unido
Gerry Weber International	Alemania
Hermes International	Francia
Ted Baker	Reino Unido
Calida Holding	Suiza
<b>Rentabilidad Anual Media Top 5 EF Sector Textil</b>	<b>18,44%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF Sector Textil</b>	<b>11,37%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF Muestra</b>	<b>2,91%</b>

Top 5 Empresas Familiares sector textil más rentables 2001-2010

### HERMES



Empresa fundada en 1837 por Thierry Hermès. La compañía está especializada en la fabricación y distribución de artículos de lujo de cuero, seda, bolsos, accesorios, perfumes, relojes y joyas. Comienza a cotizar en 1993 en la Bolsa de París, con objeto de permitir la salida de la empresa de algunos socios familiares. En la actualidad la familia Hermès posee más del 60% de las acciones de la compañía.

### TED BAKER PLC



Empresa fundada en 1987 por Raymond Stuart Kelvin con sede en Londres, Reino Unido. La compañía se dedica al diseño y fabricación de ropa de hombre, ropa de mujer, y accesorios. En la actualidad Raymond Stuart Kelvin es CEO de la empresa y posee más de un tercio de las acciones.

### CALIDA HOLDING AG



Empresa Suiza fundada en 1941 por Max Kellenberger y Hans Joachim Palmers. Se dedica a la producción, distribución y venta de ropa interior para mujeres, hombres y niños. En el año 2000 la familia Palmer sale de la compañía y la familia Kellenberger adquiere la mayoría de las acciones de la empresa.

### GERRY WEBER INTER.



Empresa alemana fundada en 1973 por Gerhard Weber y Udo Hardiek dedicada a la producción y distribución de ropa femenina. La marca GERRY WEBER nació en 1986. En la actualidad, Gerhard Weber es el CEO de la compañía. Gerhard y Udo poseen conjuntamente más del 45% de las acciones.

## ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD-RIESGO DE LA EMPRESA FAMILIAR FRENTE A LA EMPRESA NO FAMILIAR POR SECTORES

La influencia del sector en el que opera la empresa en la relación rentabilidad-riesgo es una constante en todos los estudios realizados sobre esta materia. Es por ello que en este capítulo se analiza la relación riesgo-rentabilidad de la EF frente a la ENF teniendo en cuenta la distribución sectorial de ambas.

### Distribución sectorial de las empresas familiares en función de la rentabilidad-riesgo asociada al sector

Con este objetivo, los siguientes gráficos relacionan los distintos parámetros de rentabilidad-riesgo con la mayor o menor presencia de EF en un sector. Las barras azules y rojas muestran respectivamente aquellos sectores en los que la EF tiene mayor o menor presencia con relación a la media en la muestra, mientras aquellos sectores con una representación media de la EF están señalados con barras marrones.

Los gráficos 26 y 27 muestran claramente cómo las EF se sitúan preferentemente en sectores con ROA medio-alto (en torno al 11-15%) y riesgo económico inferior a la media (situada en el 4,2%)<sup>15</sup>.

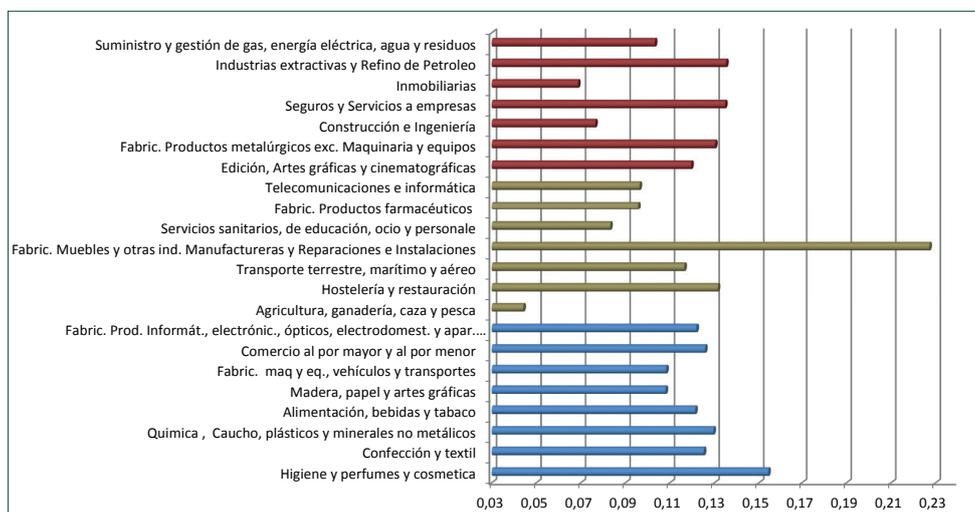


Gráfico 26. Rentabilidad (ROA) sectorial- década 2001-2010

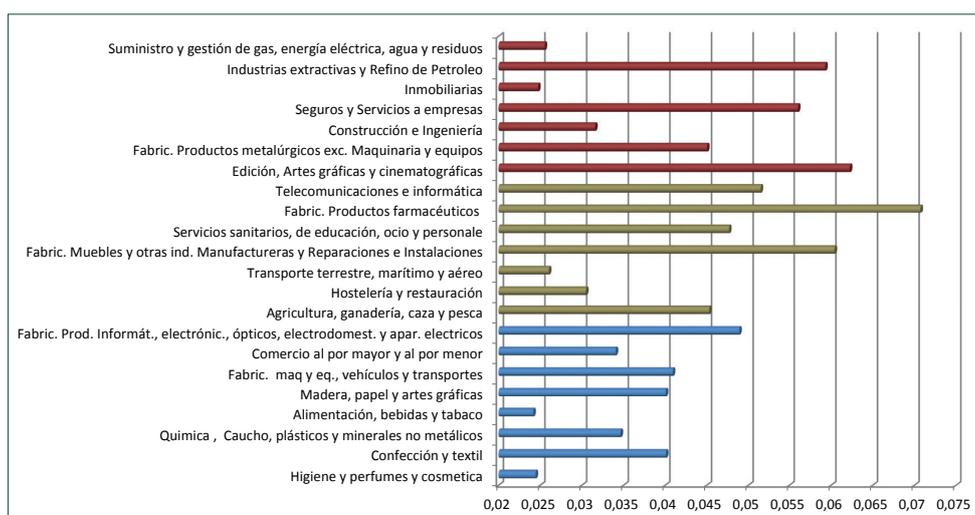


Gráfico 27. Riesgo Económico (Volatilidad ROA) sectorial- década 2001-2010

<sup>15</sup>La única excepción es el sector de fabricación de productos Informáticos, electrónicos, ópticos, electrodomésticos y aparatos eléctricos que exhibe una volatilidad superior y en el que predominan las EF frente a las ENF.

El análisis de la relación riesgo-rentabilidad bursátil sugiere una pauta similar. Las EF se sitúan de forma más hegemónica en sectores de rentabilidad bursátil media, y riesgo inferior a la media con alguna excepción, como la relativa a la industria de madera y papel, sector que apenas ha generado rentabilidad para el accionista a lo largo de la década y el sector de fabricación de productos informáticos, electrónicos, ópticos electrodomésticos y aparatos eléctricos, cuyo riesgo bursátil se ha situado por encima de la media.

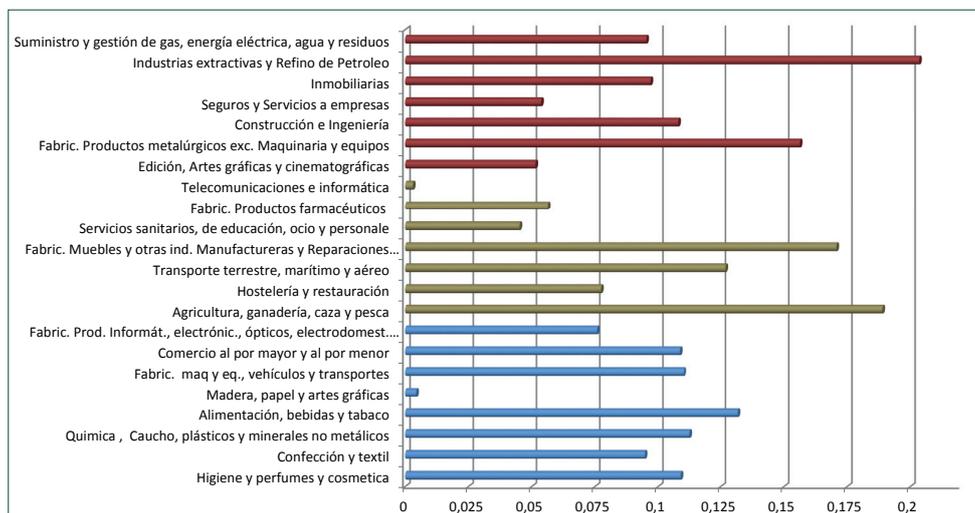


Gráfico 28: Rentabilidad Anual Compuesta sectorial- década 2001-2010

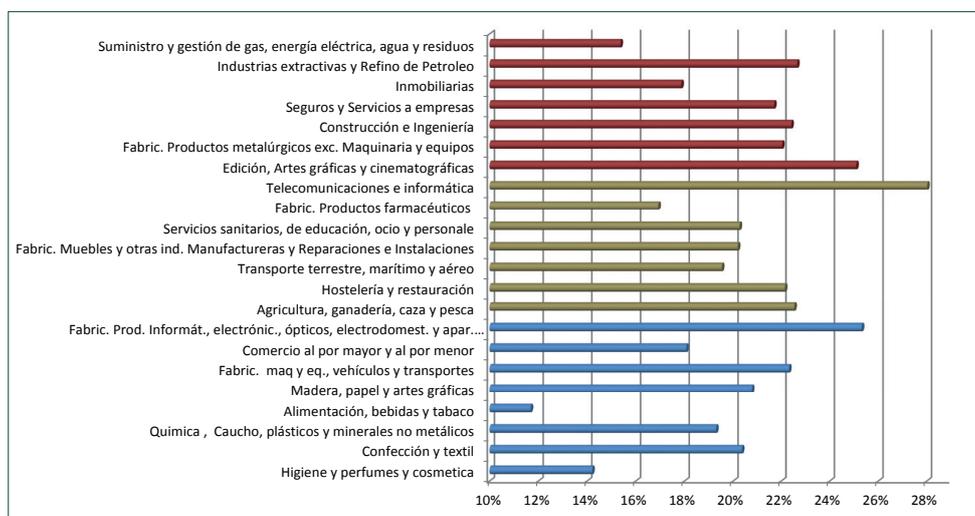


Gráfico 29: Riesgo Bursátil (Volatilidad) sectorial- década 2001-2010

Así pues, los análisis realizados señalan que las EF se sitúan preferentemente en sectores de rentabilidad económica y bursátil media-alta y riesgo bajo.

A raíz de esta diferencia en cuanto a la distribución sectorial de EF frente a ENF, a continuación se analiza si en aquellos sectores con mayor proporción de EF frente a ENF, las primeras muestran un comportamiento diferenciado en cuanto a rentabilidad-riesgo sobre las segundas.

### La rentabilidad de la empresa familiar frente a la empresa no familiar en los sectores con mayor presencia de empresas familiares.

El gráfico 30 señala que las EF no obtienen en general un ROA superior al de las ENF en aquellos sectores en los que predominan, ya que todos los sectores se sitúan en la diagonal, con la excepción del sector de confección y textil, donde las EF obtienen un ROA muy superior (16% EF frente al 9% de las ENF).

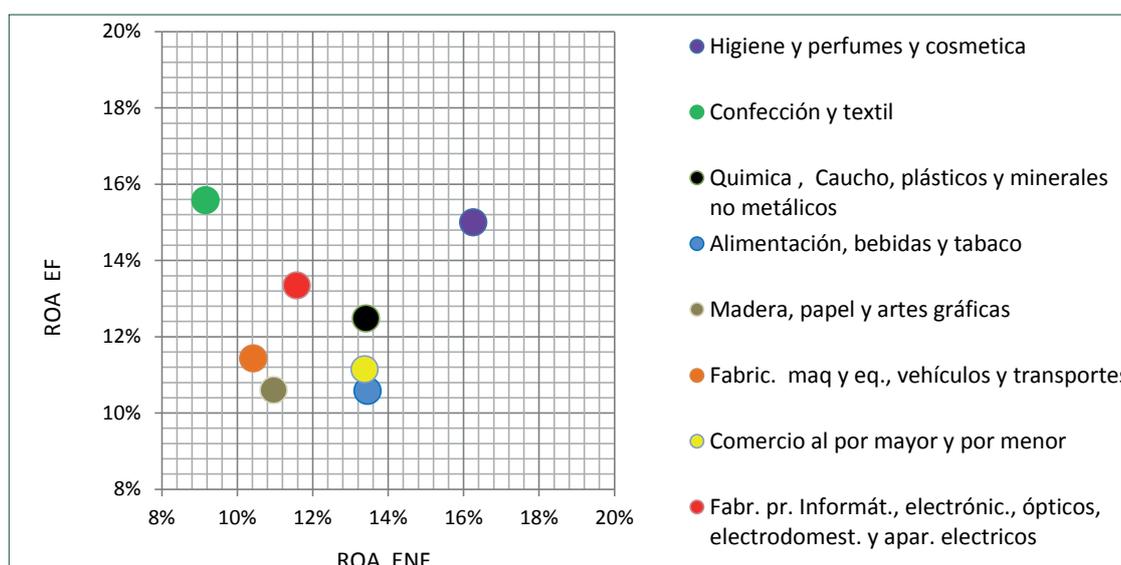


Gráfico 30. ROA de las EF y las ENF en los sectores de hegemonía familiar

Sí que existen sin embargo diferencias entre EF y ENF por sectores con relación a la rentabilidad bursátil. La EF bate a la ENF en cuatro de los ocho sectores analizados:

- Confección y Textil
- Fabricación de Maquinaria y Vehículos de Transporte
- Fabricación de productos informáticos, electrónicos, electrodomésticos y aparatos eléctricos
- Madera, papel y artes gráficas

Es importante destacar que en estos sectores, los diferenciales de rentabilidad de la EF frente a la ENF son en general muy superiores a los que obtiene la ENF frente a la EF en los restantes sectores. En este sentido destaca de nuevo el sector de confección y textil, en el que las EF han obtenido más de 1100 puntos básicos de rentabilidad media por año por encima de la de las ENF. De la misma manera, en los sectores de Fabricación de productos informáticos electrónicos, electrodomésticos y aparatos eléctricos y Maquinaria y Vehículos de Transporte, los diferenciales de rentabilidad a favor de la EF son también muy amplios: 500 y 300 puntos básicos respectivamente<sup>16</sup>.

<sup>16</sup>El único sector donde existe un diferencial importante de rentabilidad a favor de la ENF es el de Higiene, perfumes y cosméticos, pero este es un sector que cuenta con muy pocas empresas en la muestra (6 familiares y 3 no familiares).

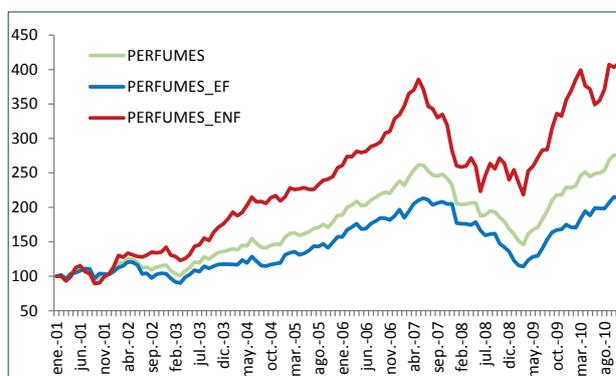
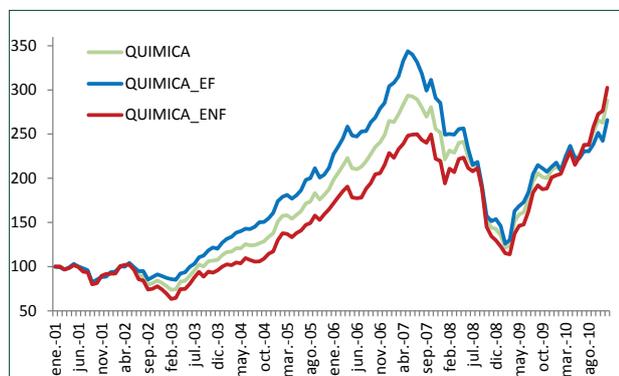
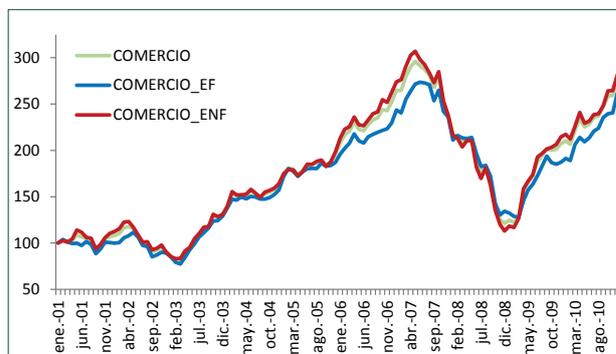
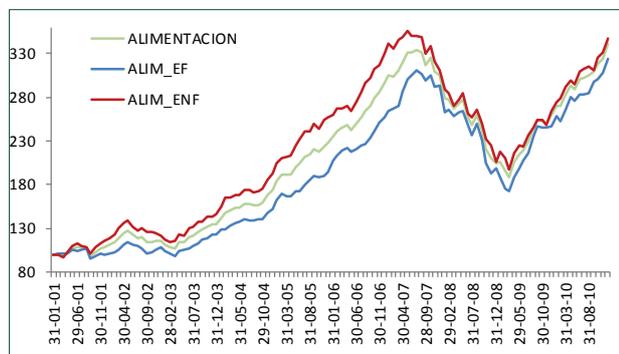
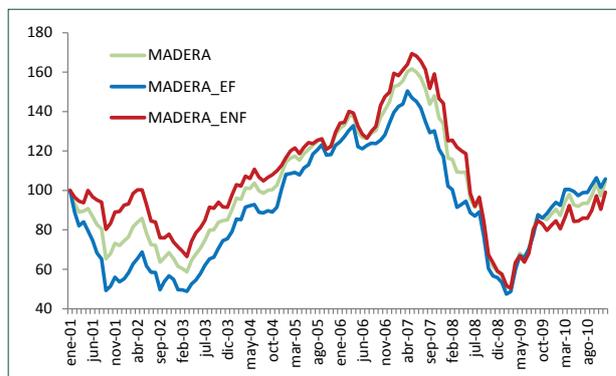
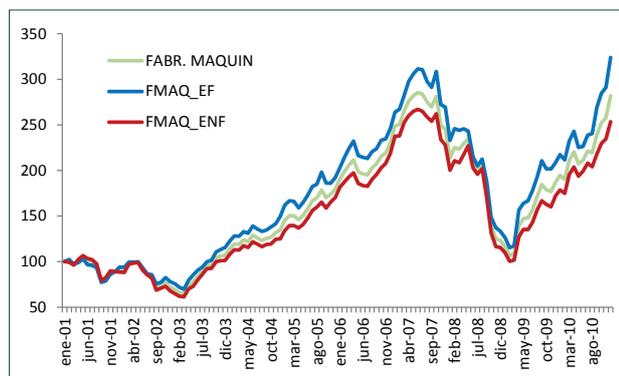
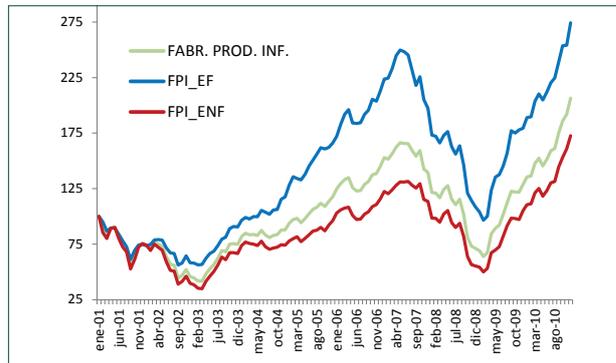
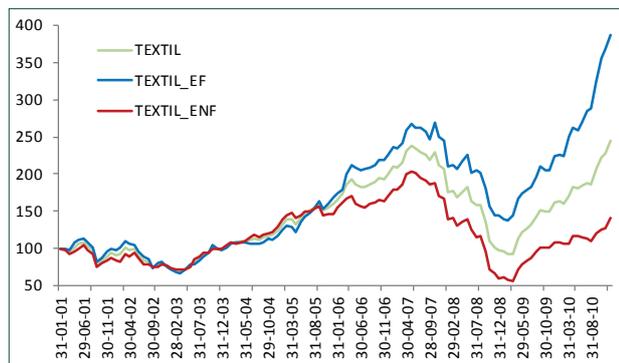


Gráfico 31: Índices bursátiles de EF y ENF en los sectores con hegemonía de la EF

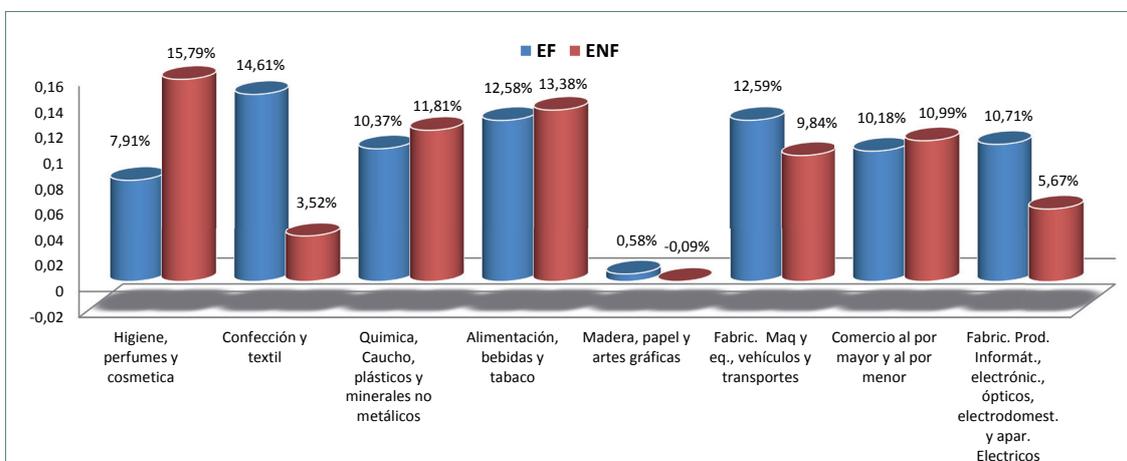


Gráfico 32. Rentabilidad anual compuesta de índices de EF y ENF en sectores de hegemonía familiar

Riesgo de la empresa familiar frente a la empresa no familiar en los sectores con mayor presencia de empresas familiares.

Los siguientes gráficos muestran el nivel de solvencia y riesgo económico de las EF y las ENF en los sectores con mayor presencia de EF.

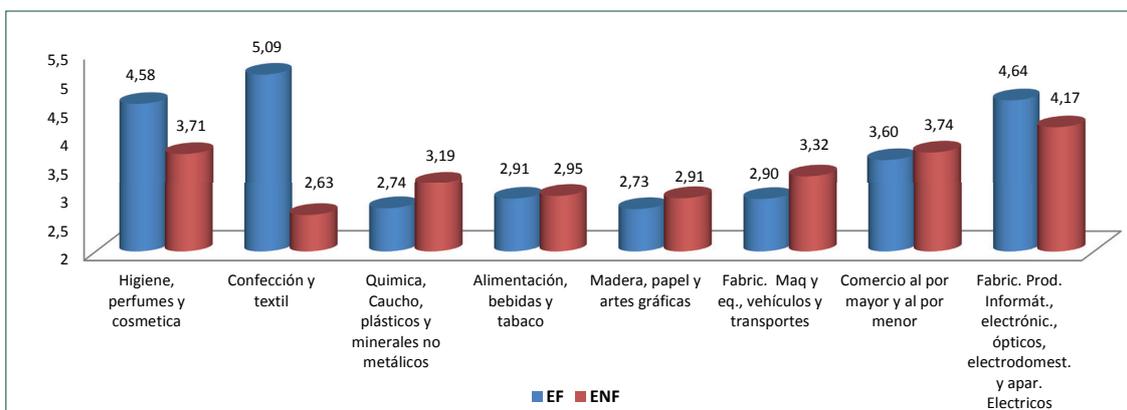


Gráfico 33. Solvencia (Z de Altman)

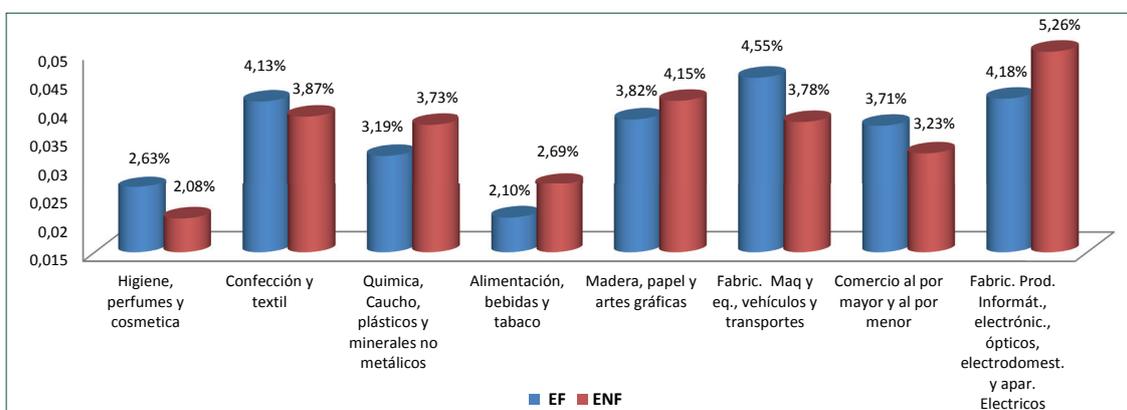


Gráfico 34. Riesgo Económico (Volatilidad del ROA)

No existe una pauta homogénea de comportamiento en los diferentes sectores en cuanto al nivel de solvencia de las EF frente al de las ENF o el nivel de riesgo económico. Las diferencias entre ambos grupos de empresas con respecto a ambas variables cambian de signo y de dimensión dependiendo del sector. En general no parecen importantes, con la excepción de la mayor solvencia que muestran las EF de los sectores de Confección y Textil e Higiene, Perfumes, y Cosmética. Parece más bien que ambas variables, y especialmente el riesgo económico tuviera más que ver con el sector en cuestión que con el hecho de que la empresa sea familiar o no.

Los siguientes gráficos muestran las diferencias en el riesgo bursátil de los índices de EF frente a ENF en los sectores con mayor presencia de EF. En realidad los niveles de riesgo parecen distribuirse mas en función del sector que de que la empresa sea familiar o no salvo en los sectores de Fabricación de productos informáticos, electrónicos, electrodomésticos y aparatos eléctricos y Comercio donde el riesgo de la EF es muy inferior.

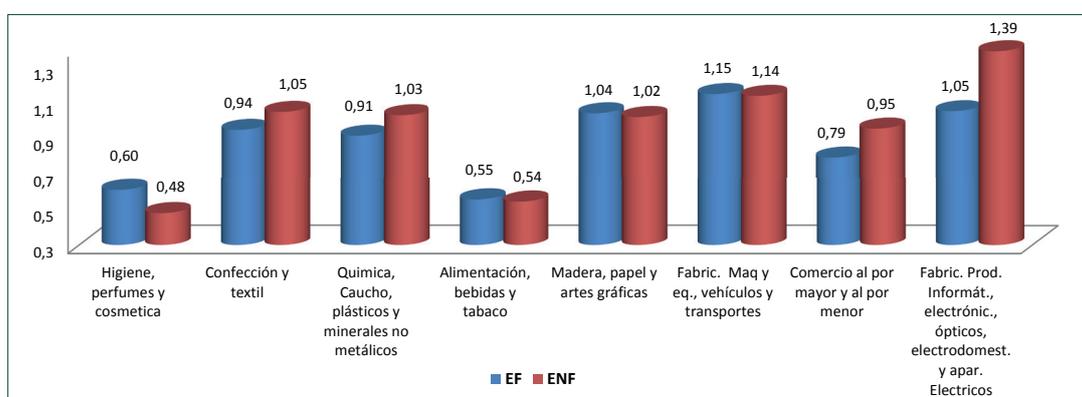


Gráfico 35. Beta

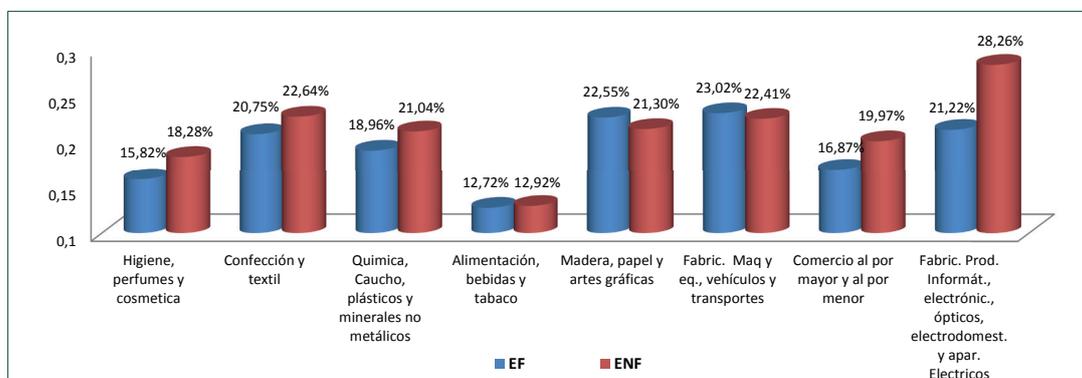


Gráfico 36 Volatilidad Bursátil

Con respecto al riesgo de liquidez, se observa que las EF tienen menos liquidez en el mercado (mayor riesgo por tanto) que las ENF en la mayoría de los sectores. Sin embargo, el análisis sectorial muestra dos excepciones importantes. En los sectores de Confección y textil y Fabricación de maquinaria, las empresas familiares son más líquidas que sus homólogas no familiares. En el extremo opuesto, destaca la liquidez de las ENF del sector alimentación frente a las EF.

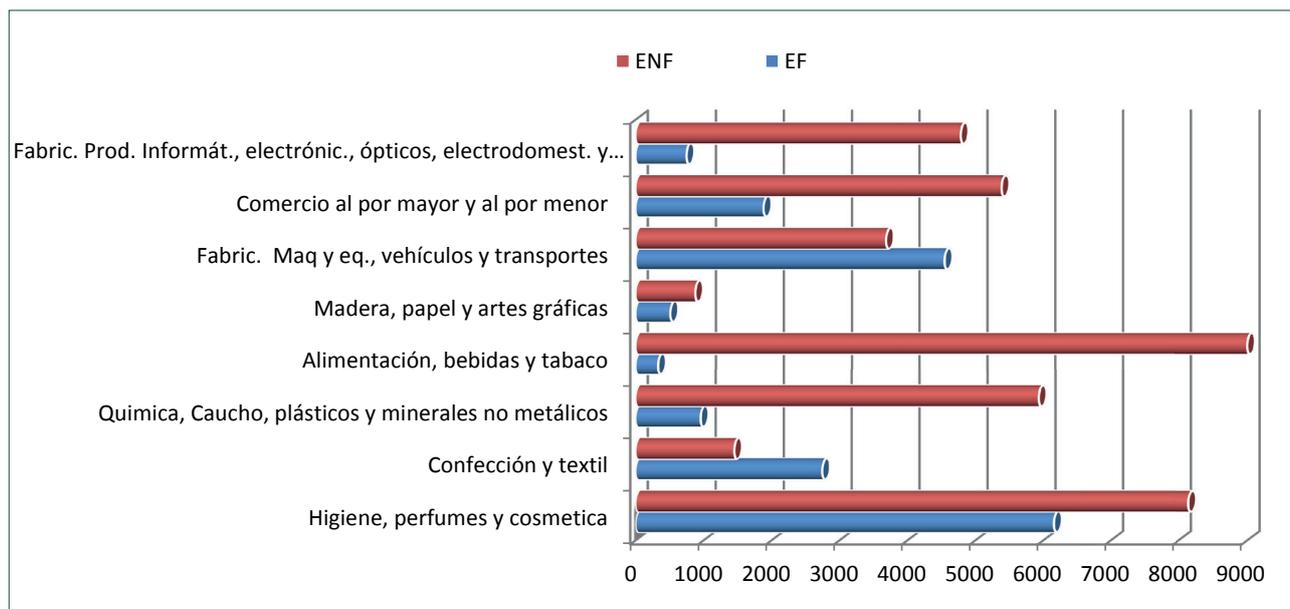


Gráfico 37. Liquidez (Volumen medio anual negociado en mill. de €).

#### Análisis rentabilidad-riesgo de la empresa familiar frente a la empresa no familiar en los sectores con mayor presencia de empresas familiares.

Como se observa en el Gráfico 38 la relación entre rentabilidad y riesgo de las EF con respecto a las ENF varía mucho dependiendo del sector. En algunos, las EF obtienen mayor rentabilidad con menor riesgo (por ejemplo Confección y textil, o Fabricación de productos informáticos, etc.) en otros, la rentabilidad-riesgo de ambos tipos de empresas es muy similar, y excepcionalmente en el sector de Higiene, cosmética y perfumes son las ENF las que obtienen una mayor rentabilidad con un menor riesgo. No obstante como ya se ha mencionado, en los sectores en los que las EF son más rentables los diferenciales de rentabilidad con las ENF son muy notables.

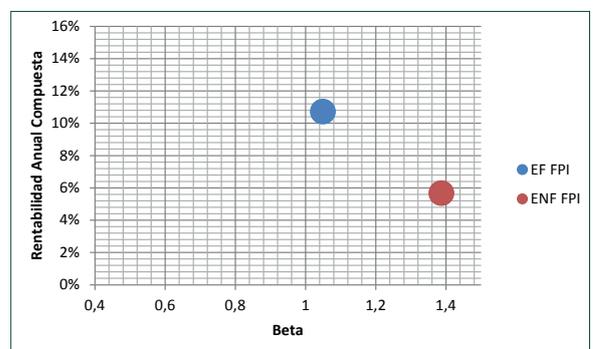
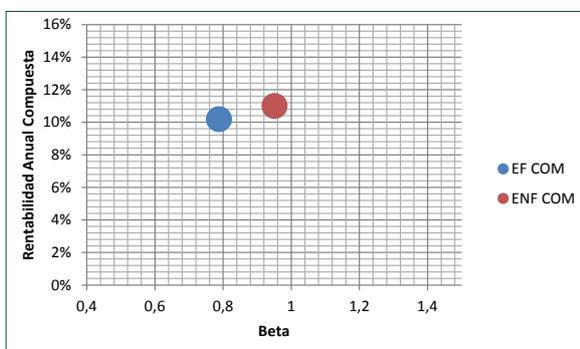
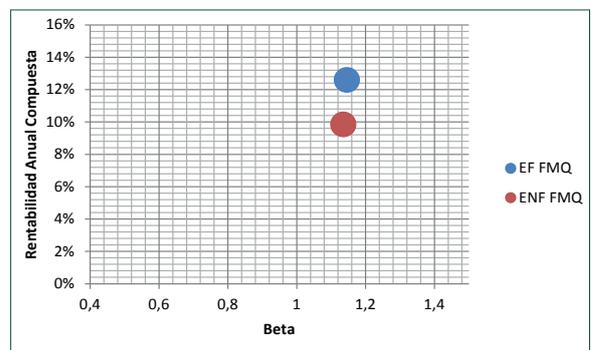
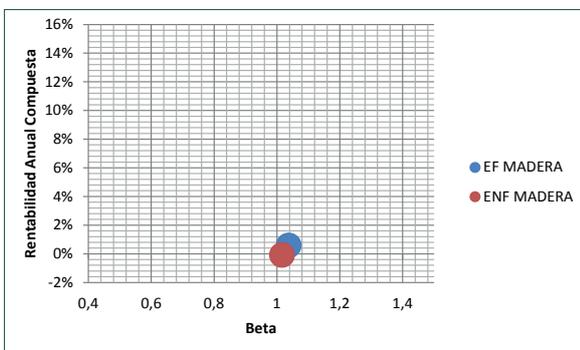
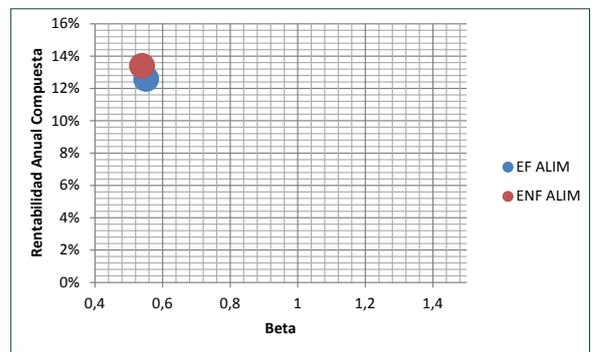
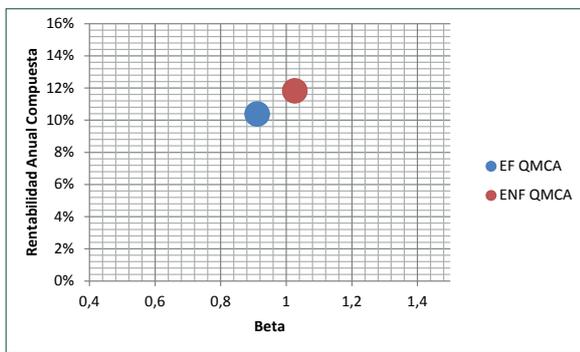
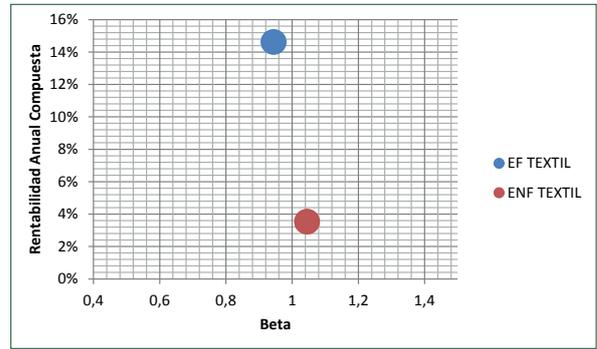
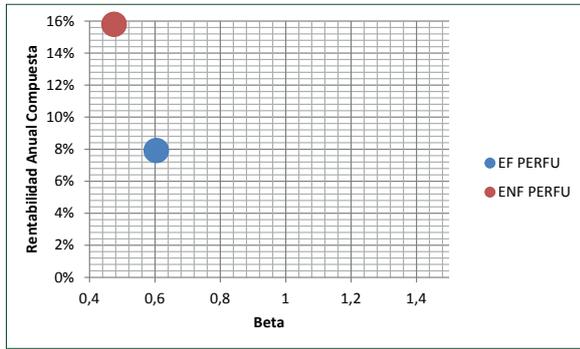


Gráfico 38. Rentabilidad-Riesgo EF frente a ENF en los sectores de hegemonía familiar.

## VII. ¿Existen diferencias en el análisis riesgo-rentabilidad de las empresas familiares en función de la dimensión de la empresa?

SI. El "Family Premium" existe independientemente de la dimensión de la empresa pero son las empresas familiares de menor tamaño (capitalización bursátil inferior a los 350M Euros) las que han obtenido una mayor rentabilidad a lo largo de la década, tanto en el conjunto de empresas cotizadas como en el de las EF.

Compañías < 350 mill. € Capit. Bursátil	País
Mulberry Group	Reino Unido
Anglo-Eastern Plantations	Reino Unido
Prim S.A.	España
James Halstead	Reino Unido
Hugli Holding	Alemania
<b>Rentabilidad Media Anual Top 5 EF Pequeña</b>	<b>29,97%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF Pequeñas</b>	<b>4,20%</b>

Compañías > 3300 mill. € Capit. Bursátil	País
Audi AG	Alemania
Kuehne & Nagel International	Alemania
Schindler	Alemania
Hermes International	Francia
The Swatch Group LT	Suiza
<b>Rentabilidad Media Anual Top 5 EF Grande</b>	<b>19,77%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF Grandes</b>	<b>2,30%</b>

### Top5 Empresas familiares más rentables por tamaño

#### JAMES HALSTEAD PLC



Empresa fundada en 1915 por James Halstead con sede en Manchester, Reino Unido. La compañía se dedica a la producción y distribución de tarimas, azulejos y otros tipos de materiales para suelos.

La empresa salió a Bolsa en 1948. En el 2010 su capitalización bursátil era de 255 M de Euros. La familia Halstead cuenta con más del 50% del accionariado de la compañía.

#### THE SWATCH GROUP LTD



Empresa suiza fundada en 1983 por Nicolas G. Hayeck mediante la fusión de dos grupos relojeros suizos, ASUAG (fundado en 1931) Y SSIH (fundado en 1930). La empresa se dedica a la fabricación y comercialización de relojes de alta calidad y tecnología avanzada a un precio reducido. La familia Hayeck posee más del 40% de los derechos de voto.

## ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD-RIESGO DE LA EMPRESA FAMILIAR FRENTE A LA EMPRESA NO FAMILIAR POR TAMAÑO

El mercado suele otorgar mayor rentabilidad a las pequeñas empresas, tal y como argumenta el modelo de mercado CAPM (Capital Asset Pricing Model) de 3 factores de Fama y French, en el que uno de los factores refleja la exposición al riesgo tamaño de las empresas, medido este a través de la capitalización bursátil, factor por el que los inversores exigirían una mayor rentabilidad.

Dado que en la exposición de los descriptivos de la muestra vimos que las EF eran en media más pequeñas que las ENF, es necesario profundizar en el análisis de este factor con el objeto de detectar si las pautas observadas en el mercado para las empresas pequeñas frente a las grandes, son las que están explicando las diferencias de rentabilidad-riesgo que hemos encontrado entre las EF y las ENF. Es decir, se trata de responder a la pregunta: ¿se mantiene el "family premium" cuando hacemos el análisis separando por tamaños de la EF frente a la ENF?

Al analizar la distribución de la muestra de empresas por capitalización bursátil se observa que ésta está muy sesgada. Más de la mitad de la muestra (el 60%) se concentra en el tramo de capitalización bursátil que va de los 7 a los 1.000 millones de €, mientras que las restantes empresas (un 40%) se distribuyen entre los 1.000 y los 154.000 millones de € de capitalización.

PERCENTILES	CAPITALIZACIÓN (millones Euros)
0	7
10	72
20	138
30	213
40	353
50	533
60	929
70	1.636
80	3.322
90	9.952
100	154.973

Debido a este sesgo se dividió la muestra en tres grupos referidos a tamaño:

- Empresas "muy pequeñas": Conforman el grupo del 40% de empresas de menor capitalización bursátil. Estas empresas estarían por debajo de los 353 millones de capitalización bursátil.
- Empresas medianas: Empresas con capitalización bursátil que iría de los 353 hasta los 3.322 millones de € y que abarca el siguiente 40% de las empresas.
- Empresas grandes : Entre los 3.322 y los 154.973 millones de € de capitalización bursátil (20% de la muestra de empresas).

Tabla 2. Distribución de la muestra por percentiles en base a la capitalización bursátil

Para estos grupos la distribución de EF y ENF es la mostrada en el gráfico 39, que indica que el porcentaje de EF frente a ENF disminuye a medida que aumenta el tamaño.

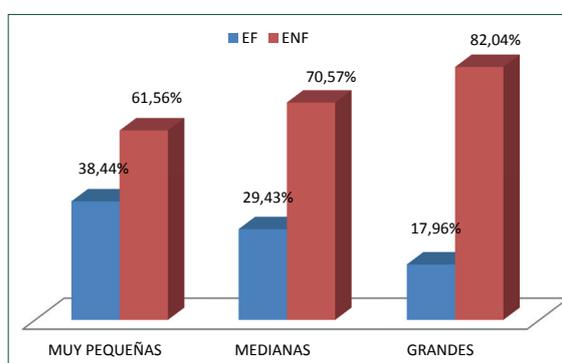


Gráfico 39. Distribución de las EF y ENF por capitalización bursátil

**Rentabilidad de la Empresa Familiar en función del tamaño medido por la capitalización bursátil.**

Al analizar la rentabilidad económica (ROA) generada por las empresas de la muestra diferenciando por tamaños observamos que las empresas de menor tamaño presentan valores inferiores de rentabilidad económica. Es interesante destacar que si bien el ROA de la EF en este grupo es muy superior al de las ENF (240 puntos básicos superior en media anual), esto no es así en los restantes grupos de empresas por tamaños (medianas y grandes) donde las diferencias de ROA entre EF y ENF son mínimas.

En cuanto a la rentabilidad bursátil (gráficos 41 y 42), los resultados con respecto al tamaño indican que, si bien para las EF un menor tamaño implica mayor rentabilidad, esto no es así para las ENF. Ello hace que el diferencial de rentabilidad en las empresas muy pequeñas entre EF y ENF sea muy amplio, más de 400 puntos básicos en media anual a favor de las EF. De cualquier forma los resultados de este análisis ponen de manifiesto que los diferenciales de rentabilidad a favor de las EF se mantienen de forma sistemática cuando segmentamos por capitalización bursátil la muestra de empresas.

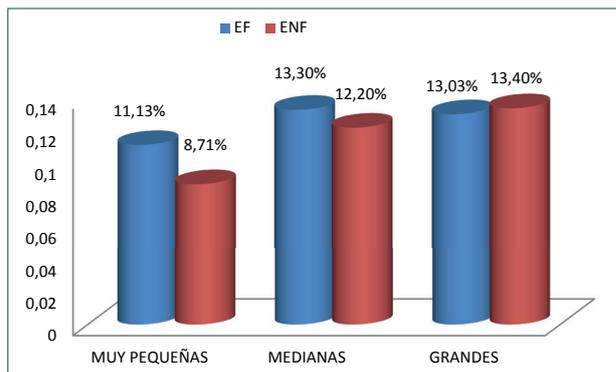


Gráfico 40. ROA de EF y ENF por tamaño

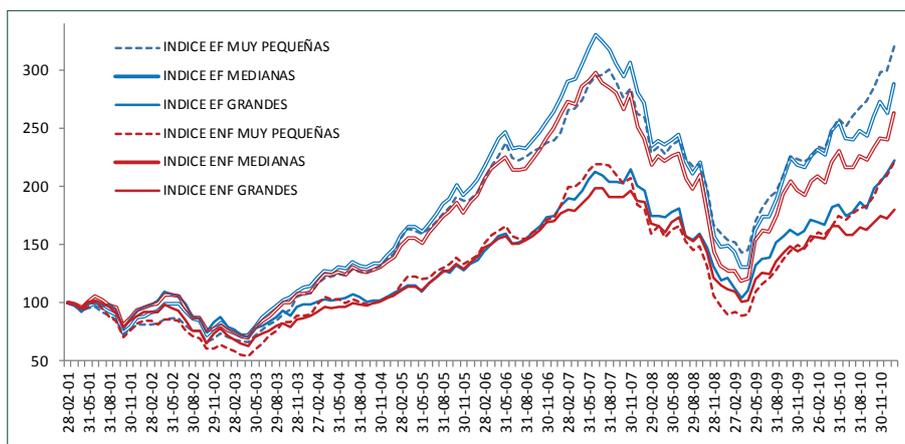


Gráfico 41. Índices bursátiles de EF y ENF por tamaño

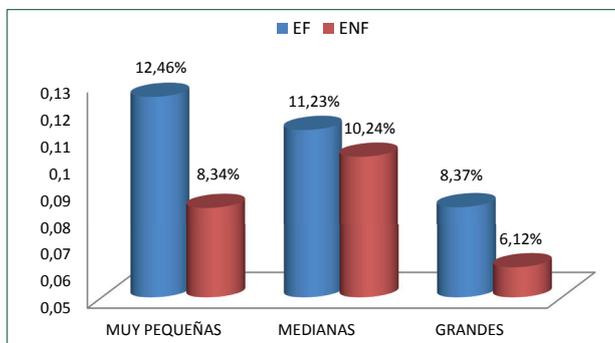


Gráfico 42. Rentabilidad anual compuesta de índices de EF y ENF por tamaños de capitalización bursátil

Así pues, en general, las EF batían a las ENF en rentabilidad tanto económica como bursátil cuando segmentamos por tamaños, pero es claramente el grupo formado por las empresas familiares más pequeñas el que obtiene el mayor diferencial de rentabilidad con respecto a la ENF.

### Riesgo de la Empresa Familiar en función del tamaño medido por la capitalización bursátil.

A nivel de riesgo económico (volatilidad del ROA) las empresas más pequeñas son las que mayor nivel de riesgo presentan tanto si son familiares como si no lo son. Sin embargo, esto no es así a nivel de riesgo bursátil, ya que las empresas de mayor riesgo bursátil son las medianas en ambos grupos, familiares y no familiares.

Por otro lado, si bien el riesgo económico de la EF es siempre menor que el de la ENF, para todos los segmentos de tamaño, esto no sucede cuando examinamos el riesgo bursátil, tanto sistemático como total, ya que las EF más grandes presentan mayor riesgo bursátil que las ENF.

Llama la atención que las EF más pequeñas exhiben un riesgo de mercado (en términos de volatilidad y Beta) muy inferior a la de sus homologas no familiares, a pesar de ser las empresas más rentables.

En cuanto a la solvencia, la EF es más solvente que la ENF en el caso de las medianas y grandes, pero no así para el caso de las empresas muy pequeñas.

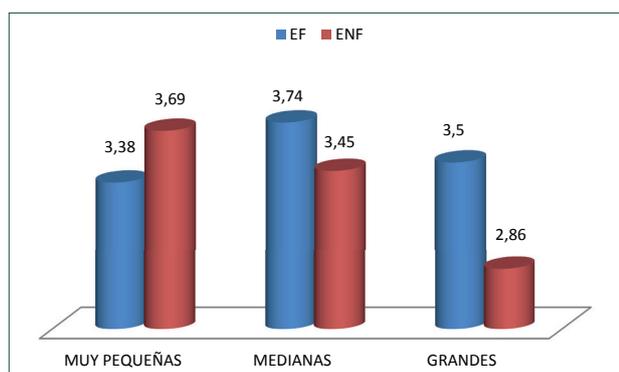


Gráfico 43: Solvencia (Z de Altman)

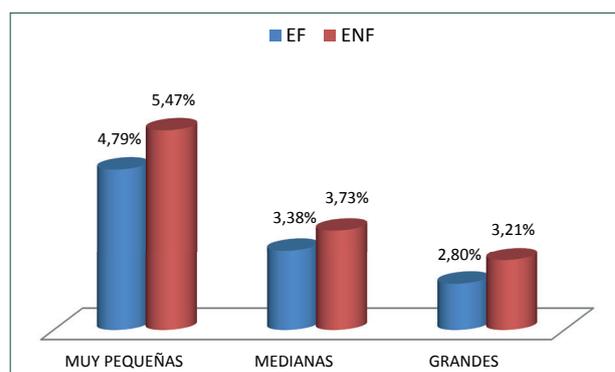


Gráfico 44: Riesgo Económico (Volatilidad del ROA)

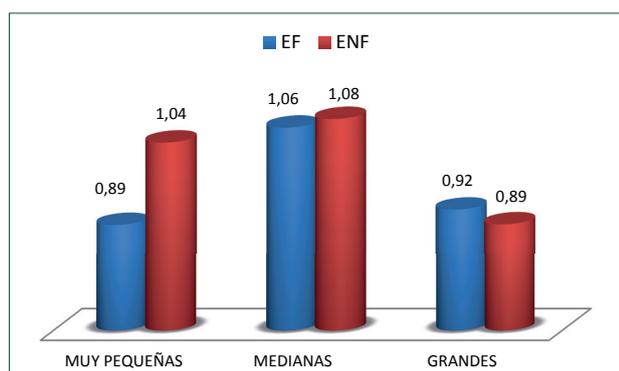


Gráfico 45: Beta

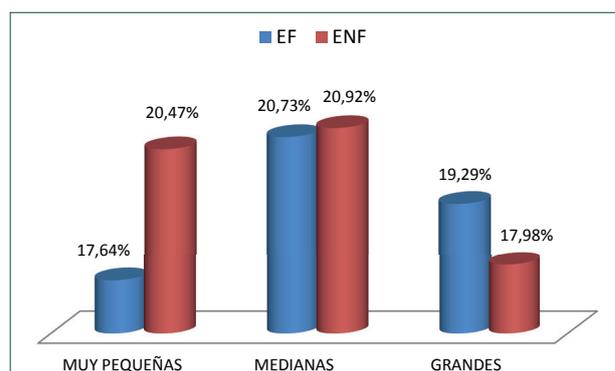


Gráfico 46: Volatilidad Bursátil

### Análisis Riesgo-Rentabilidad de la Empresa Familiar en función del tamaño medido por la capitalización bursátil.

La conclusión por tanto del análisis de rentabilidad-riesgo bursátil por segmentos de tamaños evidencia que para las empresas muy pequeñas y medianas (80% de las empresas de nuestra muestra) las EF tienen un riesgo inferior a pesar de ofrecer una rentabilidad superior a la de las ENF. En el segmento de mayor tamaño (20% de la muestra) también las EF ofrecen mayores rentabilidades pero en este caso llevan asociado un mayor riesgo de mercado.

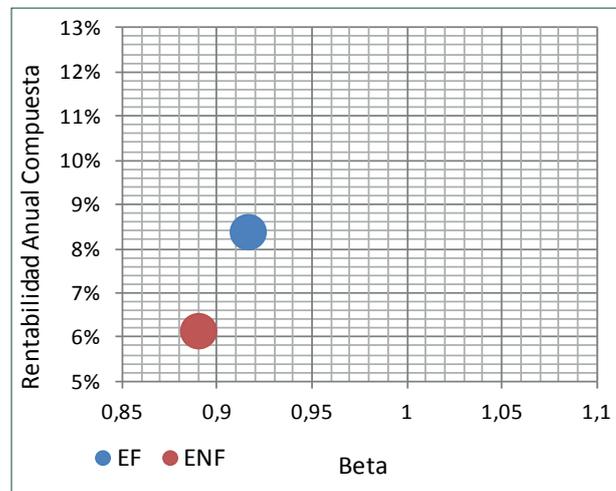
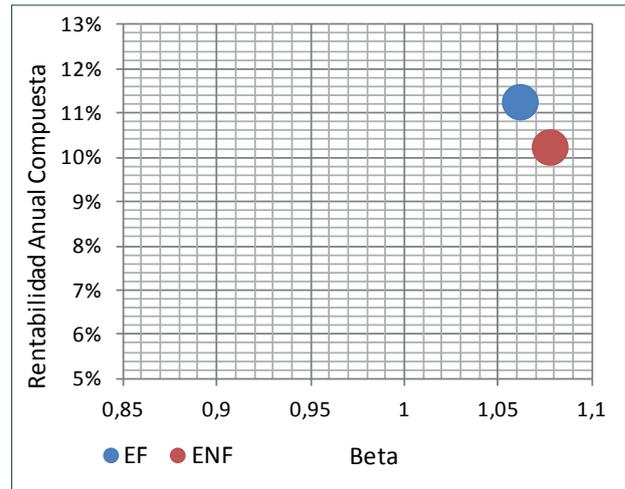
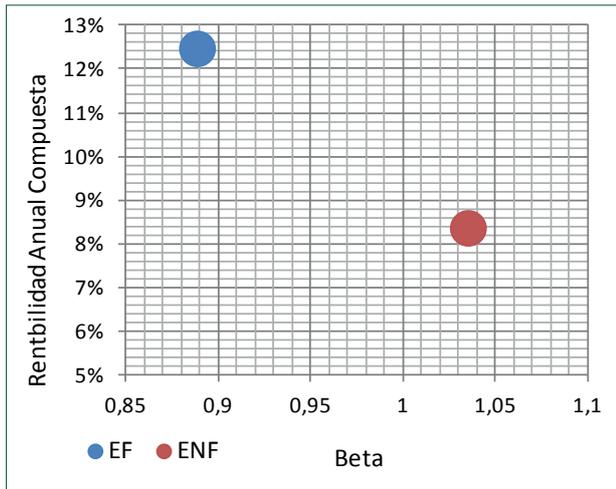


Gráfico 47- Rentabilidad-Riesgo EF frente a ENF por tamaño (muy pequeñas, medianas, y grandes)

## VIII. ¿Existe un equilibrio óptimo en las EF entre la participación de la familia y la del mercado?

SI. La propiedad familiar influye positivamente en la rentabilidad bursátil pero esta relación no es lineal.

El "Family Premium" es mayor a medida que aumenta la propiedad familiar hasta un punto, en el cual los beneficios de mayor control familiar son cada vez menores. Este punto "óptimo de control familiar" se sitúa en torno al 40%.

Compañías con propiedad familiar entre 20 y 40%	País
Fuchs Petrolub AG	Alemania
Puma SE	Alemania
Prim S.A.	España
<b>Rentabilidad Media Anual Top 3</b>	<b>34,67%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF 20-40%</b>	<b>2,89%</b>

Compañías con propiedad familiar entre 40 y 60%	País
Mulberry Group	Reino Unido
Anglo-Eastern Plantations	Reino Unido
Bijou Brigitte Modische Accessories	Alemania
<b>Rentabilidad Media Anual Top 3</b>	<b>32,93%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF 40-60%</b>	<b>3,71%</b>

Compañías con propiedad familiar > 60%	País
Faiveley Transport	Francia
Einhell Germany AG	Alemania
Schindler	Alemania
<b>Rentabilidad Media Anual Top 3</b>	<b>26,90%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF &gt; 60%</b>	<b>1,37%</b>

Top 3 Empresas Familiares mas rentables en función de la propiedad familiar

### SCHINDLER



Empresa fundada en 1874 por Robert Schindler y Eduard Viliger en Suiza. SCHINDLER es uno de los mayores fabricantes de escaleras mecánicas y ascensores del mundo. En 1901 Robert Schindler vende la compañía a su hermano Alfred Schindler. Actualmente las familias Schindler y Bonnard poseen más del 70% de los derechos de voto de la compañía.

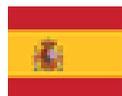
### BIJOU BRIGITTE MODISCHE ACCESSORIES



Empresa fundada en 1963 por Friedrich-Wilhelm Werner con sede en Hamburgo, Alemania. La empresa fabrica, importa, y vende bisutería, oro y plata, joyas, accesorios de moda y complementarios.

Friedrich-Wilhelm Werner posee alrededor del 50% de la compañía.

### PRIM



Empresa fundada en 1870 por Pedro Prim Fernández. PRIM es una empresa española que diseña, fabrica y comercializa productos, equipos y soluciones avanzadas en el ámbito de la salud. La familia Prim posee alrededor del 30% de las acciones.

## ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD-RIESGO DE LA EMPRESA FAMILIAR EN FUNCION DEL PORCENTAJE DE PROPIEDAD EN MANOS DE LA FAMILIA.

El control de un grupo familiar sobre la propiedad de una empresa distingue a las EF de las ENF, pero no existe consenso sobre si existe un porcentaje "óptimo" que maximiza el efecto del "family premium" sobre la rentabilidad. Como se ha mencionado, los estudios existentes parecen indicar que la propiedad familiar no se relaciona de forma lineal con la rentabilidad de la empresa<sup>17</sup>. Estos estudios muestran que la relación es positiva para niveles bajos de concentración familiar y negativa para niveles más altos. La lógica que subyace detrás de esta no linealidad es que, a altos niveles de concentración familiar, la capacidad del grupo familiar propietario de expropiar a los accionistas minoritarios es mayor.

Con el fin de facilitar la interpretación de los resultados, las EF se han clasificado en tres grupos a efectos de propiedad: empresas familiares donde la familia posee entre el 20-40% de las acciones, empresas donde la familia posee entre el 40-60% y empresas en las que la familia tiene más del 60%. Tal y como se indicó en el descriptivo de la muestra, el grupo más numeroso de EF lo constituyen aquellas en las que la familia posee entre el 40-60% de la propiedad (un 41% de la muestra frente a un 32% en las que la familia posee entre un 20-40% y un 27% en las que posee más del 60%).

### Rentabilidad de la Empresa Familiar en función del porcentaje de propiedad de la familia.

Los gráficos 48 y 49 señalan que, independientemente del porcentaje de acciones en manos de la familia, la rentabilidad tanto económica como bursátil de la EF es superior a la de la ENF. Sin embargo, dentro de las EF, aquellas en las que la familia ostenta un control de entre el 40-60% de las acciones obtienen una rentabilidad económica y bursátil superior al resto de EF, siendo la diferencia entre los tres grupos de EF más acusada en el caso de la rentabilidad bursátil.

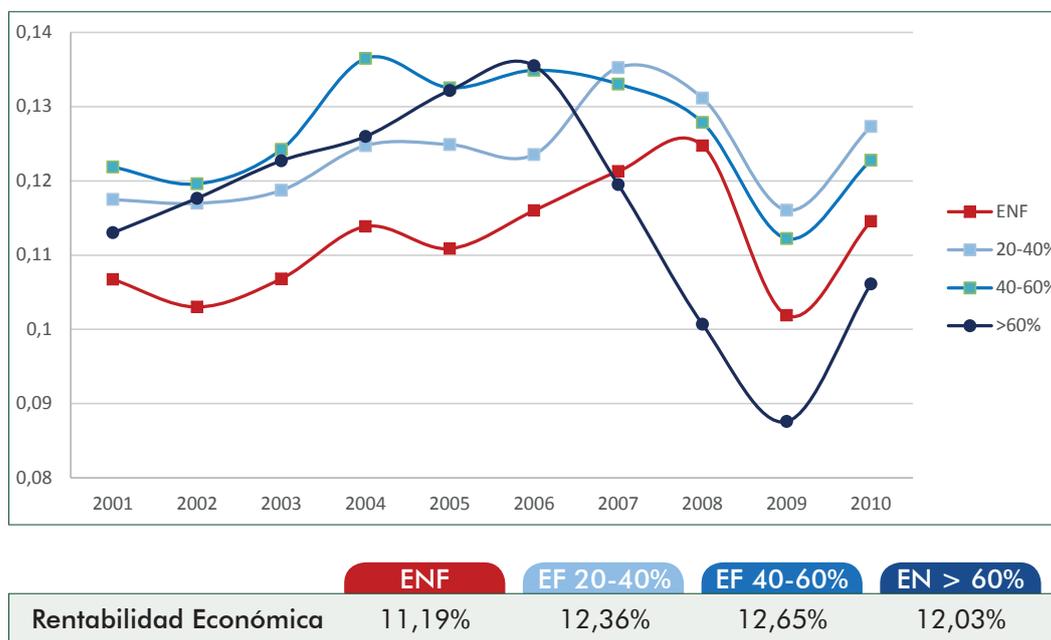
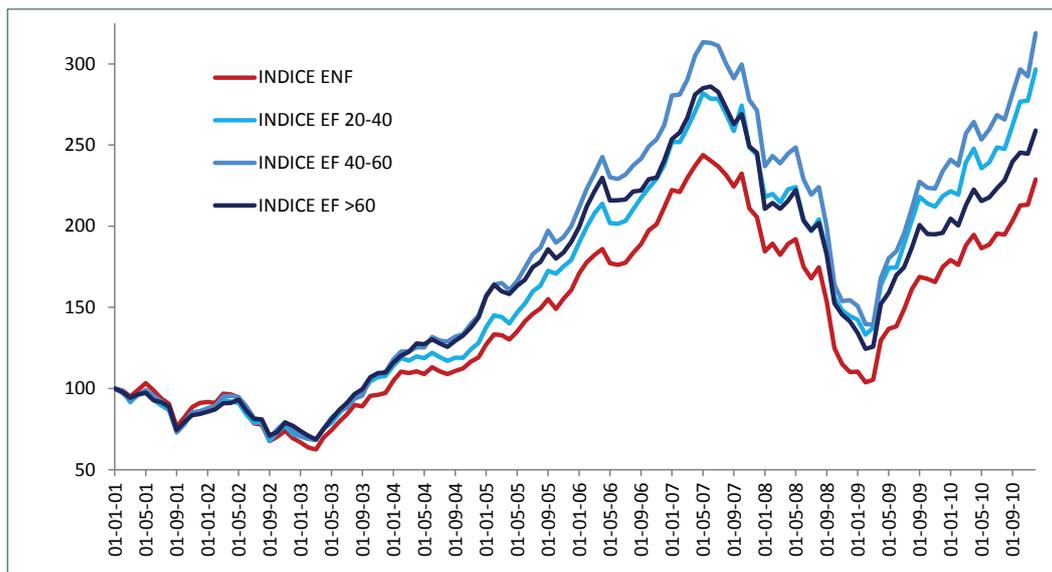


Gráfico 48. Evolución del ROA 2001-2010

<sup>17</sup>Thomsen y Pedersen, 2000. Miguel, Pindado y de la Torre, 2004.



	ENF	EF 20-40%	EF 40-60%	EN > 60%
Rentabilidad Anual Compuesta	8,70%	11,59%	12,41%	10,07%

Gráfico 49: Índices de rentabilidad bursátil en función de la propiedad

### Riesgo de la Empresa Familiar en función del porcentaje de propiedad de la familia.

A nivel de riesgo, al analizar la EF por grupos de porcentaje de propiedad también se mantienen en general los resultados relativos al menor riesgo de la EF, tanto económico como bursátil, y la mayor solvencia frente a la ENF, aunque como muestran los gráficos existe mucha variabilidad dentro del grupo de EF.

En relación al riesgo de insolvencia, es llamativo el caso de las empresas donde la familia posee más del 60%, ya que éstas presentan una probabilidad de quiebra ligeramente superior al de la ENF (menor Z Altman) y significativamente mayor que la del resto de EF.

En cambio, el riesgo de mercado es mayor dentro del grupo de empresas con control familiar entre el 40-60%, que poseen una beta y una volatilidad similar a la de las ENF y superior a la del resto de EF.

El riesgo de liquidez es mayor que el de la ENF en los tres tipos de empresas familiares. Sin embargo tal y como muestra el gráfico 54, este riesgo aumenta al aumentar el porcentaje de propiedad familiar siendo el volumen negociado de las EF en las que la familia posee más del 60% muy inferior al resto de familiares.

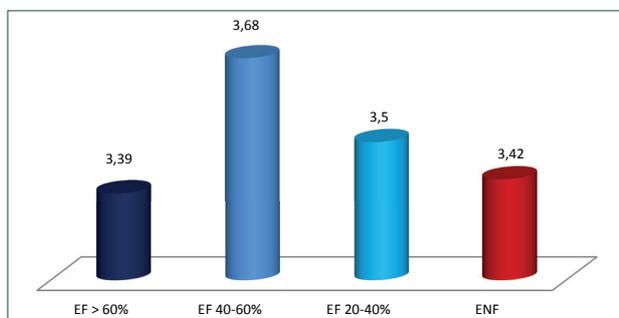


Gráfico 50: Solvencia (Z de Altman)

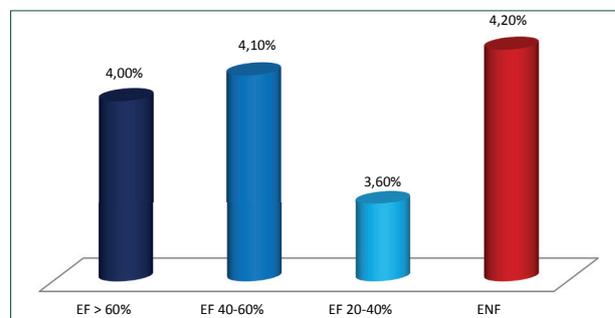


Gráfico 51: Riesgo Económico (volatilidad del ROA)

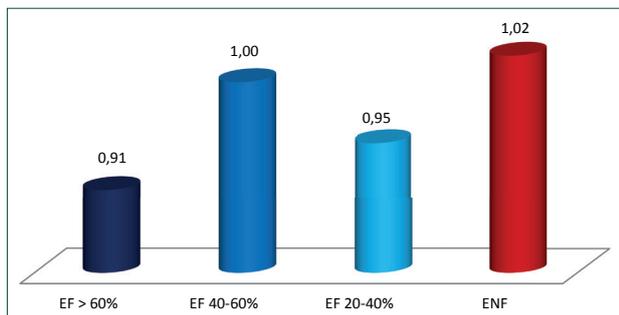


Gráfico 52: Beta

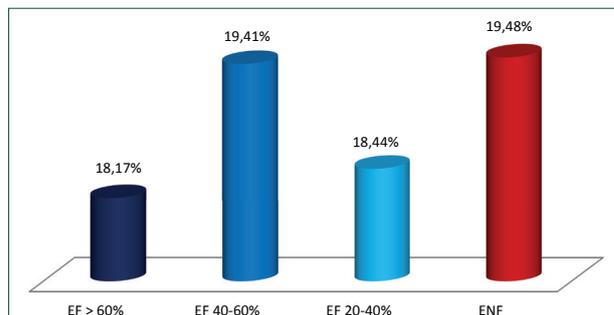


Gráfico 53: Volatilidad Bursátil

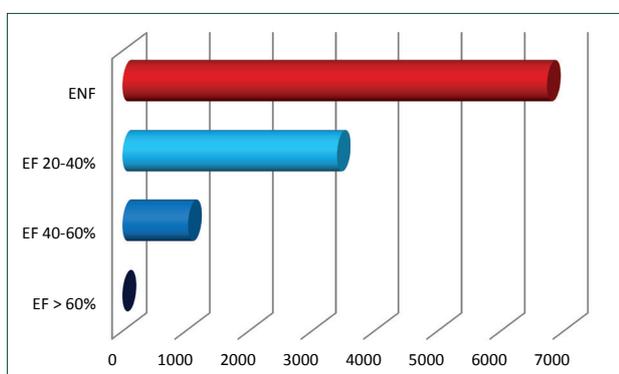


Gráfico 54: Liquidez Bursátil (volumen medio negociado al año en mill. de €)

### Análisis Rentabilidad-Riesgo de la Empresa Familiar en función del porcentaje de propiedad familiar.

El gráfico 55 señala que las EF donde la familia posee entre el 40-60% son las más rentables y las de mayor riesgo de mercado; asimismo, las EF donde el porcentaje de propiedad familiar es de más del 60% son las menos rentables pero también las que llevan asociado un menor riesgo de mercado. En cualquier caso, tal y como muestra el gráfico, los tres tipos de EF ofrecen una rentabilidad superior a la de la ENF con un menor riesgo de mercado.

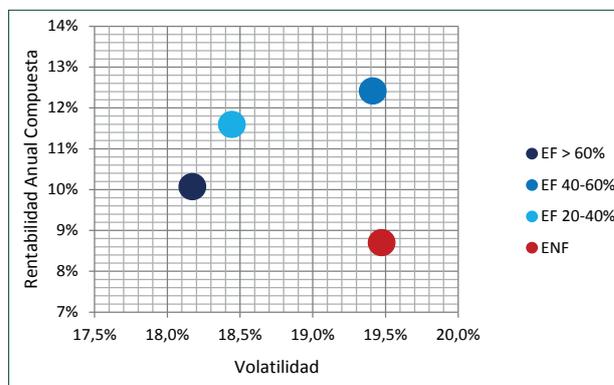
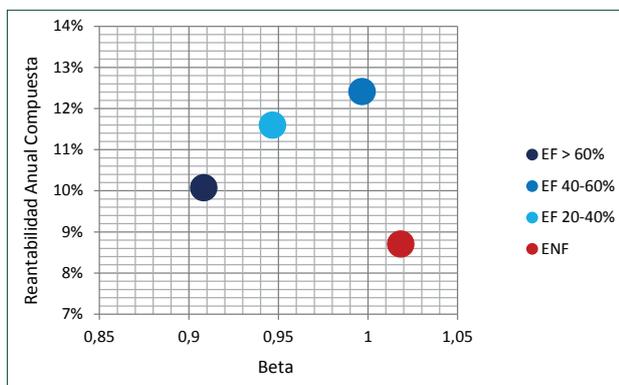


Gráfico 55: Rentabilidad-Riesgo bursátil por estructura de propiedad

Ante estos resultados, al igual que en el caso general al comparar EF con ENF surge la pregunta sobre si, una vez descontado el efecto de estos riesgos, se mantienen el “family premium” independientemente del porcentaje en manos de la familia.

Para ello de nuevo, realizamos un análisis de regresión en el que se incluyen como variables de control los distintos tipos de riesgo analizados en este capítulo y en el que la variable propiedad se divide en tres variables dicotómicas que representan los distintos tramos de propiedad familiar en los que se han clasificado las EF (20%-40%; 40%-60%; mas 60%)<sup>18</sup>.

El análisis de regresión sugiere que más propiedad familiar implica una mayor rentabilidad económica (ROA). De hecho, cuando el porcentaje de acciones en manos de la familia es bajo (menor del 40%) el “family premium” no existe. Sin embargo, esto no es así para la rentabilidad bursátil. En este caso la regresión indica que el “family premium” existe para aquellas empresas en las que la familia posee entre el 20-40% y también para aquellas en las que la familia posee entre 40-60%. Sin embargo, el análisis de regresión indica que, una vez descontado el efecto de los distintos riesgos así como el efecto de otras variables que pueden afectar a la rentabilidad bursátil<sup>19</sup>, las EF donde la familia posee más del 60% no son más rentables que las no familiares.

	ROA	Rendimiento Bursátil
Propiedad familiar 20-40%	0.011	0.034 *
Propiedad familiar 40-60%	0.028 **	0.055 **
Propiedad familiar 60%	0.022 *	0.011
Riesgo Económico	-0.512 **	-0.145
Solvencia	0.014 **	0.011 **
Liquidez		-0.008 *
Riesgo de Mercado		0.102 *
Adj. R-Sq.	0.261	0.283
F test	7.409 **	7.803 **

(\*) Estadísticamente significativo al 5%. (\*\*) Estadísticamente significativo al 1%.

Tabla 3. Análisis de Regresión en función de la propiedad

Los resultados de la regresión parecen sugerir la existencia de una relación lineal entre propiedad familiar y ROA (a más propiedad familiar más ROA). Esto no ocurre sin embargo en el caso de la rentabilidad bursátil. Tal y como muestra el gráfico 56, el impacto de la propiedad sobre la rentabilidad bursátil presenta una función de U invertida. Es decir, cuando existe un control familiar moderado (menor del 40%), el porcentaje de propiedad en manos de la familia mejora la rentabilidad para el accionista; a partir de ese nivel las ganancias en términos de rentabilidad de una mayor control familiar son cada vez menores llegando incluso a ser negativas para niveles de propiedad familiar muy elevados (superior al 80%).

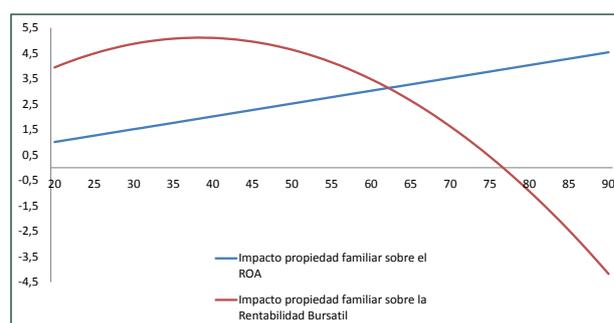


Gráfico. 56 – Impacto de la propiedad familiar sobre la rentabilidad de la empresa.

<sup>18</sup>Esta división implica que la variable de referencia, con la que se está comparando cada categoría es la empresa no familiar. Al igual que en los casos anteriores, el análisis de regresión se ha realizado siguiendo la técnica de datos de panel con efectos fijos. Igualmente, la regresión incluye también como variables de control otros factores que afectan a la rentabilidad tales como el país y el sector en el que opera la empresa y el tamaño de la misma, el endeudamiento y el book-to market.

<sup>19</sup>Como en los casos anteriores regresión incluye también como variables de control otros factores que afectan a la rentabilidad tales como el país y el sector en el que opera la empresa y el tamaño de la misma, el endeudamiento y el book-to market.

## IX. ¿Influye la presencia del fundador en la rentabilidad de la empresa familiar?

SI. El "family premium" existe tanto para las empresas en las que el fundador está presente, como para aquellas que ya han superado el relevo generacional. Sin embargo, estas últimas obtienen una mayor rentabilidad que las empresas de fundador y tienen asociado un menor riesgo de mercado.

EF con presencia de Fundador (EF Fundador)	País
Compugroup Medical	Alemania
Stratec Biomedical	Alemania
United Internet	Alemania
Gerry Weber International	Alemania
Einhell Germany	Alemania
<b>Rentabilidad Media Anual Top 5 EF Fundador</b>	<b>24,90%</b>

EF en las que el fundador no está presente (EF Descendientes)	País
Fuchs Petrolub AG	Alemania
Faiveley Transport	Francia
Mulberry Group PLC	Reino Unido
Bijou Brigitte Modische Accessories AG	Alemania
Elringklinger AG	Alemania
<b>Rentabilidad Media Anual Top 5 EF Descendientes</b>	<b>34,80%</b>
<b>Diferencial de Rentabilidad EF Fundador y Descendientes</b>	<b>-2,68%</b>

### Top 5 Empresas Familiares Fundador y Descendientes más rentables

#### STRATEC BIOMEDICAL



Empresa fundada en 1979 en Alemania por Hermann Leistner. La empresa es líder en el desarrollo y fabricación de tecnología aplicada a técnicas de reproducción asistida. Actualmente el fundador y su familia poseen el 41,96% de la empresa.

#### UNITED INTERNET



Empresa fundada en 1988 por Ralph Dommermuth en Alemania. Comenzó dando servicio de marketing para pequeños proveedores de software y después desarrolló dichos servicios para clientes como IBM, Compaq y Deutsche Telecom. El fundador actualmente posee alrededor del 40% de las acciones de la compañía.

#### COMPUGROUP MEDICAL



Empresa fundada en 1979 en Alemania por el científico Frank Gotthardt dedicada a la fabricación de software para la industria sanitaria. Actualmente el fundador posee alrededor de un tercio de las acciones.

## ANÁLISIS DE LA RENTABILIDAD-RIESGO DE LA EMPRESA FAMILIAR EN FUNCIÓN DE LA PRESENCIA DEL FUNDADOR

Mientras el fundador está presente en la EF suele existir un liderazgo claro, caracterizándose dicha etapa por una coincidencia casi total de la propiedad y la gestión de la empresa así como por una difusa separación de los valores familiares de los de la empresa. La transición a la siguiente generación implica la dilución del liderazgo, la separación entre propiedad y gestión y la aparición de diferencias entre los intereses familiares y los empresariales. Por ello, es habitual analizar el comportamiento de la EF diferenciando entre ambas etapas, la del fundador, y la de las siguientes generaciones<sup>20</sup>.

Siguiendo esta línea en este capítulo se analiza la rentabilidad-riesgo de la EF distinguiendo entre aquellas empresas en las que el fundador está presente y aquellas en las que ya se ha dado al menos un relevo generacional<sup>21</sup>.

### Rentabilidad de la Empresa Familiar en función de la presencia o no del fundador.

Los análisis muestran la mayor rentabilidad tanto económica como bursátil de la EF frente a la ENF independientemente de la presencia o no del fundador. Sin embargo de nuevo, la distinción entre aquellas empresas que ya han superado el relevo generacional de aquellas en las que el fundador aún está presente arroja interesantes resultados.

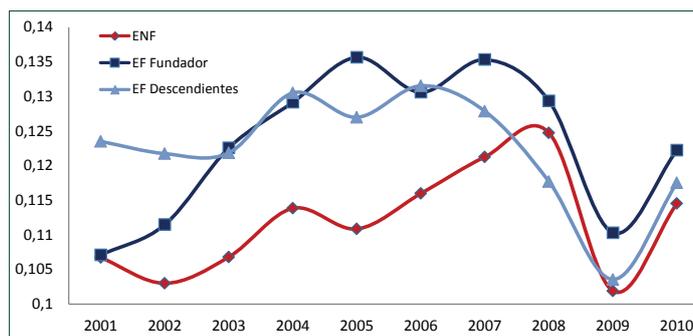


Gráfico 57. ROA

### Rentabilidad Económica

ENF	EF Fundador	EF Descendientes
11,19%	12,33%	12,22%

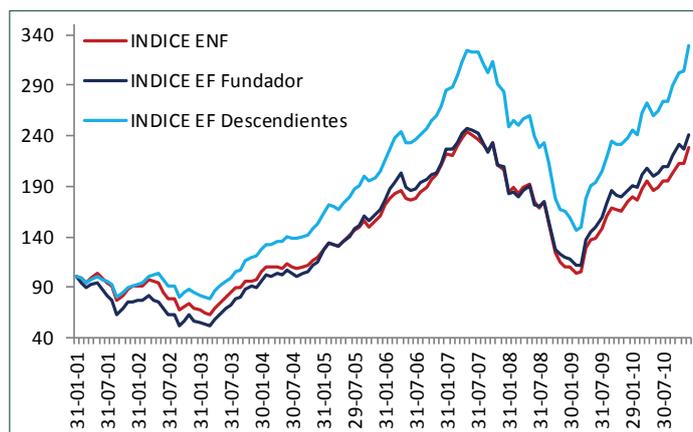


Gráfico 58. Índices de Rentabilidad Bursátil de la EF en función de la presencia del fundador frente a la ENF

### Rentabilidad Anual Compuesta

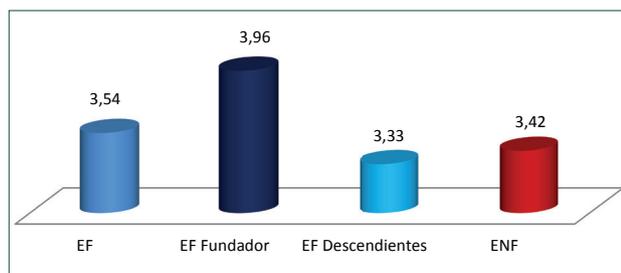
ENF	EF Fundador	EF Descendientes
8,70%	9,26%	12,77%

<sup>20</sup> Miller y Le Breton Miller, 2006.

<sup>21</sup> Para determinar la presencia o no del fundador en la empresa familiar se revisaron manualmente los informes de gobierno corporativo de cada una de las empresas de la muestra así como páginas web con información sobre las mismas. Se clasificaron como empresas de fundador aquellas en las que el fundador estaba presente en la propiedad o en el gobierno de la empresa.

### Riesgo de la Empresa Familiar en función de la presencia o no del fundador.

El análisis del riesgo también refleja diferencias entre las EF en función de si éstas han superado o no la etapa de fundador. Tal y como indican los gráficos el mercado atribuye un riesgo mucho mayor a las empresas en las que el fundador está presente, siendo éstas las empresas con mayor riesgo económico y bursátil. Tal es así, que en ambos riesgos las EF de fundador superan a las ENF. Por el contrario, las EF de fundador son claramente las empresas con menor riesgo de insolvencia.



Gráficos 59: Solvencia (Z DE Altman)

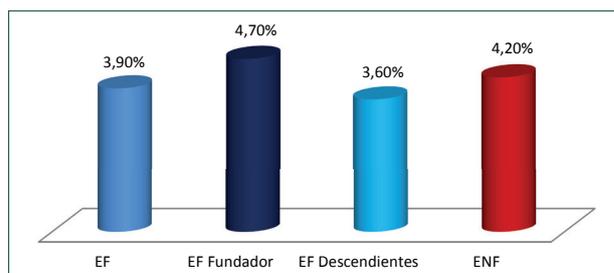


Gráfico 60: Riesgo Económico (volatilidad del ROA)

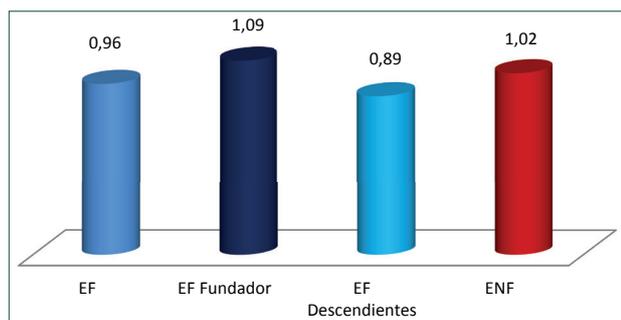


Gráfico 61: Beta

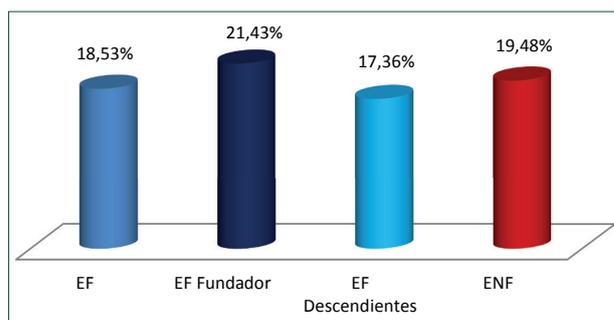


Gráfico 62: Volatilidad Bursátil

El gráfico 63 muestra que el volumen negociado es mucho menor en las empresas de fundador, lo que implica que el riesgo de liquidez asociado a estas empresas es mayor.

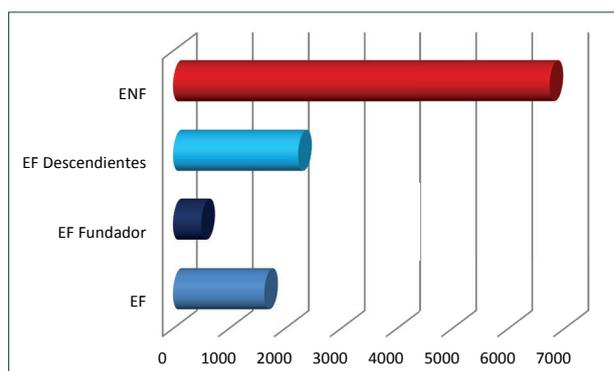


Gráfico 63: Liquidez Bursátil (Volumen medio negociado al año en mil. de €)

### Rentabilidad- Riesgo de la Empresa Familiar en función de la presencia o no del fundador.

El análisis de la rentabilidad-riesgo de la EF frente a la ENF distinguiendo la presencia o no del fundador en la misma arroja interesantes resultados. Las empresas en las que el fundador está presente han generado a lo largo de la década una menor rentabilidad bursátil que las de descendientes, aunque algo superior a la de las ENF y sin embargo han sido las que mayor riesgo han soportado dentro de la muestra.

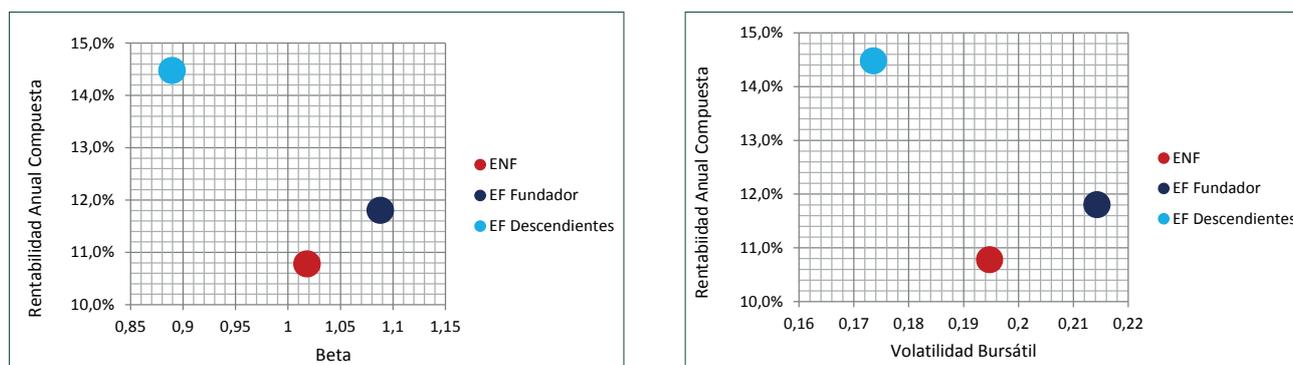


Gráfico 64. Rentabilidad-Riesgo bursátil en función de la presencia o no del fundador en la EF

De nuevo, ante estos resultados, al igual que en los casos anteriores surge la pregunta sobre si, una vez descontado el efecto de estas diferencias en el riesgo de la EF en función de la etapa de la empresas, se mantiene la prima por rentabilidad que obtiene la EF sobre la ENF. Para ello, realizamos un análisis de regresión adicional utilizando como variable independiente una variable que mide en este caso si está o no presente el fundador en la empresa<sup>22</sup>.

El análisis de regresión señala que en el caso de la Rentabilidad Económica, las Empresas de fundador sí son más rentables que las ENF pero no así las empresas de descendientes. Sin embargo ambos tipos de EF ofrecen una rentabilidad bursátil superior a la de las ENF.

	ROA	Rendimiento Bursátil
Fundador	0.032**	0.036 *
Descendientes	0.014+	0.038 **
Riesgo Económico	-0.512**	-0.146
Solvencia	0.014**	0.011 **
Liquidez		-0.007 *
Riesgo de Mercado		0.104 *
Adj. R-Sq.	0.263	0.28
F test	7.633**	7.850 **
N	7357	7306

+  $p < .10$ , \*  $p < .05$ , \*\*  $p < .01$

Tabla 4. Análisis de Regresión en función de que el fundador este o no presente en la compañía

<sup>22</sup> En este caso por tanto, se comparan los dos tipos de empresa familiar (fundador y descendientes) con las empresas no familiares de la muestra. La regresión incluye los mismos controles que en los casos anteriores aunque se ha incluido también la edad de la empresa para asegurar que estamos captando un efecto fundador y no el hecho que estamos seleccionando las empresas más jóvenes de la muestra.

## X. ¿Y que opina el mercado?

El mercado penaliza a las EF frente a las ENF ya que las EF están peor valoradas pero estas diferencias no son independientes del contexto en el que opera la empresa, ni de las características de la misma.

### ANÁLISIS DE LAS DIFERENCIAS EN VALORACIÓN ENTRE EF Y ENF Y ENTRE DISTINTOS TIPOS DE EF.

El objetivo de este apartado es analizar si existen diferencias en la valoración que el mercado otorga a las EF frente a las ENF considerando por un lado la heterogeneidad entre EF y ENF y por otro la diversidad de la EF dados los diferentes contextos en los que estas operan así como sus características específicas con relación a la dimensión familiar.

El indicador utilizado para medir la valoración del mercado es el Book to Market (BTM) calculado como el valor en libros/valor de mercado de la empresa. Por tanto, a mayor valor del BTM peor valorada esta una empresa.

#### Valoración de la empresa familiar frente a la no familiar.

Los datos confirman el resultado obtenido en el I Informe Banca March-IE con relación a la valoración de la EF frente a la ENF: a pesar de la mayor rentabilidad económica y bursátil que han generado las EF durante el periodo 2001-2010, han estado en términos medios peor valoradas por el mercado que las ENF (Book to market más elevado).

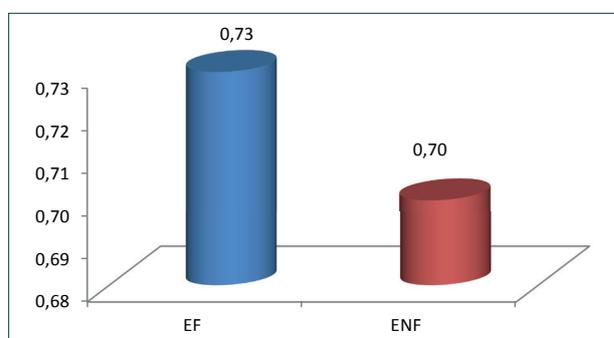


Gráfico 65.

#### Valoración de la empresa familiar frente a la no familiar en función de factores relacionados con el entorno competitivo y las características de la empresa.

El desglose por países revela sin embargo que estas diferencias de valoración no son homogéneas entre los distintos países, ya que es cierto que las valoraciones otorgadas por el mercado para ambos tipos de empresas están muy determinadas por el país o Bolsa en la que cotizan, siendo mucho más altas por ejemplo en Reino Unido y España para ambos tipos de empresas que en los restantes países, especialmente que en Italia.

En Alemania, Italia y Reino Unido, las EF están mejor valoradas que las ENF. La mayor diferencia de valoración a favor de las EF se da en Reino Unido, siendo éste además el país donde las EF están mejor valoradas en comparación al resto de familiares. En el resto de los países las EF están peor valoradas que las ENF aunque en este caso las diferencias en valoración entre ambos tipos de empresas son menores.

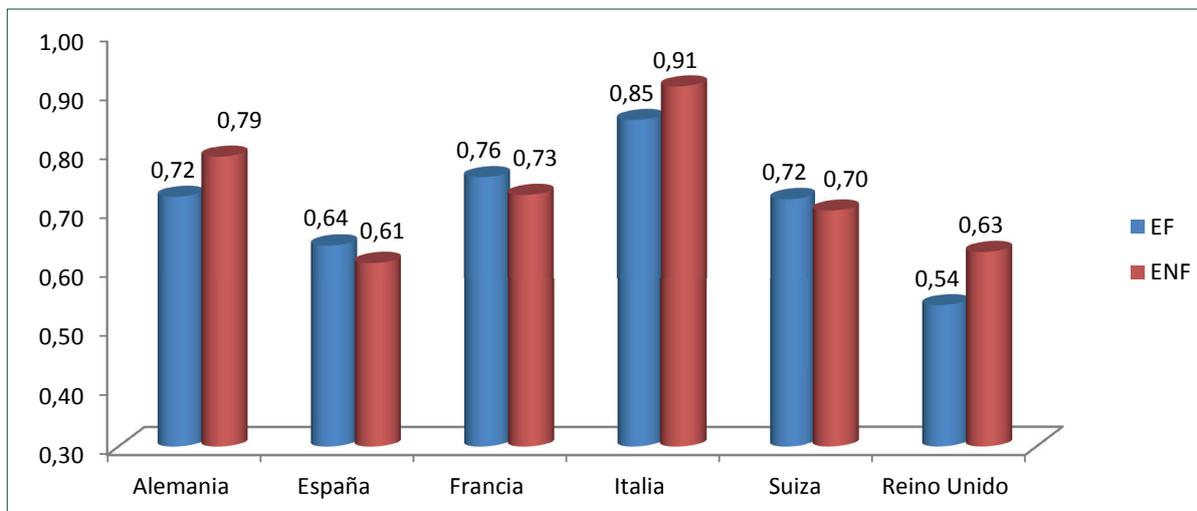


Gráfico 66. Valoración de la EF y la ENF por países

El análisis sectorial señala que en casi todos los sectores donde predominan las EF, éstas están peor valoradas que las ENF, con excepción de la industria textil donde la valoración de la EF es muy superior a la de la ENF.

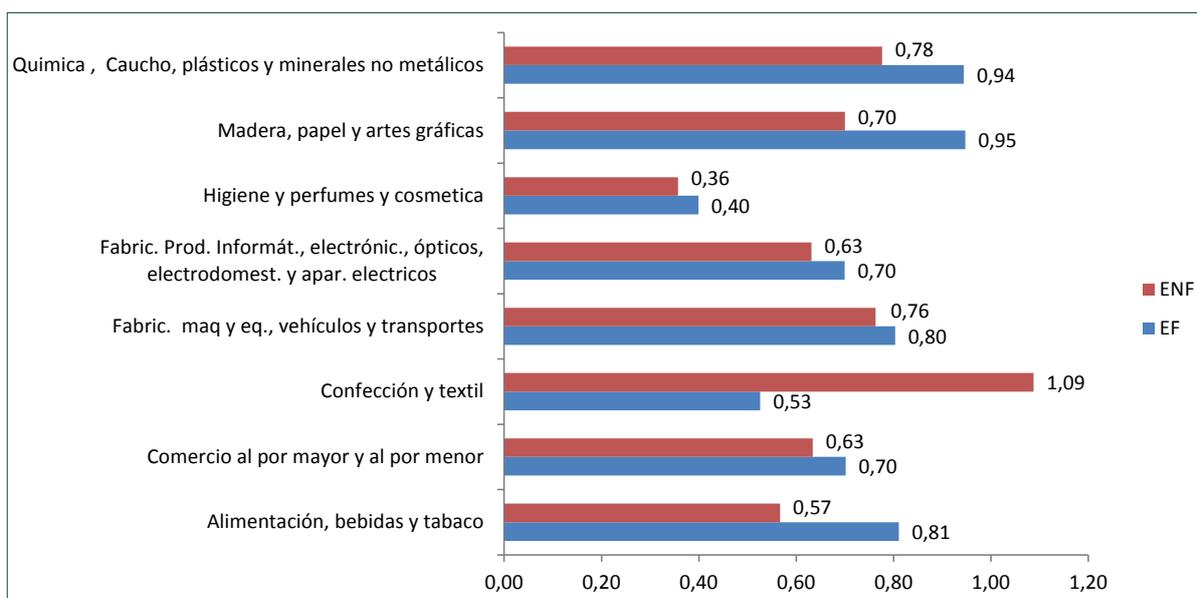


Gráfico 67. Valoración de la EF y la ENF en los sectores con mayor presencia de EF

### Valoración de la empresa familiar frente a la no familiar en función de factores relacionados con el tamaño de la empresa.

El análisis en función de la dimensión de la empresa señala que la penalización de la EF frente a la ENF se debe sobre todo a las empresas más grandes. De hecho, en el caso de las empresas más pequeñas las EF están mejor valoradas que las ENF.

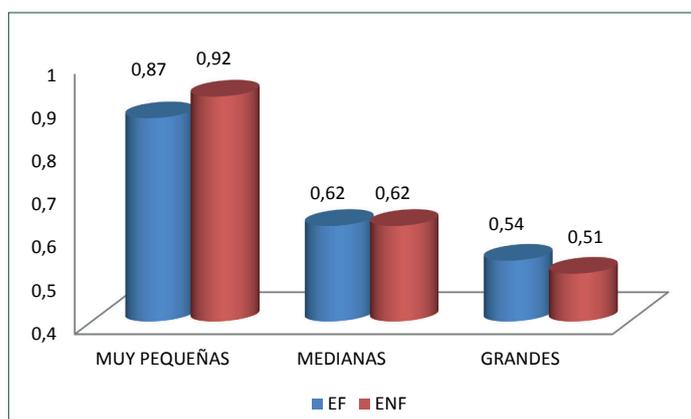


Gráfico 68. Valoración de la EF y la ENF por tamaño

### Valoración de la empresa familiar frente a la no familiar en función de factores relacionados con la dimensión familiar.

Con relación al porcentaje de propiedad familiar, el análisis muestra la existencia de diferencias muy importantes en la valoración dentro de las EF. En línea con su mayor rentabilidad bursátil, las EF cuyo control oscila entre el 40 y el 60% de la propiedad son las mejor valoradas. Aquellas en las que la familia posee más del 60% están claramente penalizadas en el mercado a pesar de que, como se mostró anteriormente su rentabilidad es superior a la de las ENF.

El mercado también valora de forma distinta a las EF en función de que el fundador esté o no presente en la misma. De hecho, al analizar el Book to Market vemos que la menor valoración asociada a las EF solo ocurre para el caso de las empresas de descendientes, pues las del fundador obtienen una mejor valoración en el mercado, incluso mejor que la que obtiene el conjunto de las no familiares. Curiosamente estas empresas de descendientes, que el mercado penaliza, ofrecen mayor rentabilidad que las de fundador, tal y como se ha señalado anteriormente.

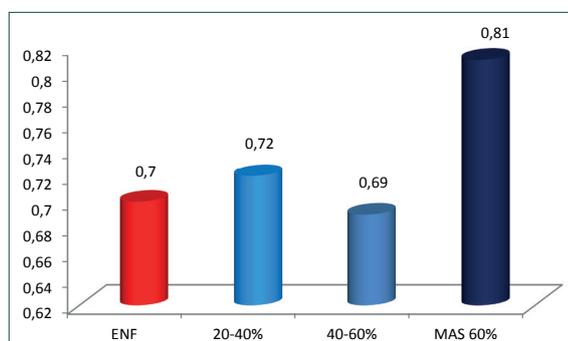


Gráfico 69. Valoración de la EF en función de la propiedad

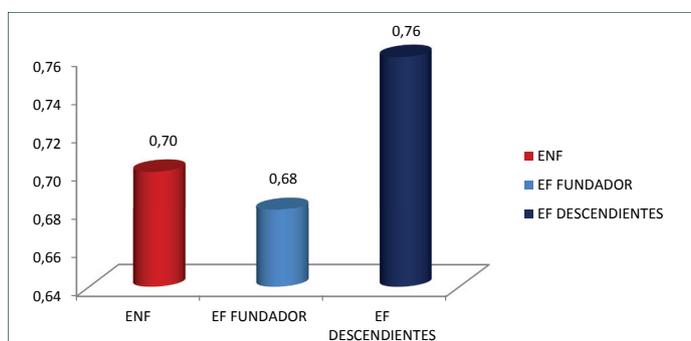


Gráfico 70. Valoración de la EF en función de la presencia del fundador

## XI. Conclusiones

De los resultados del II informe Banca March-IE se desprenden importantes implicaciones a la hora de considerar la decisión de invertir en empresas familiares cotizadas:

**I. Existe un “family premium” en la bolsa europea:** El “premium” de rentabilidad a largo plazo de la empresa familiar frente a la no familiar sigue existiendo aún teniendo en cuenta diferencias entre ambas empresas que podrían afectar a su rentabilidad (diferencias tanto en términos de riesgo, como relativas al entorno institucional y competitivo, o al tamaño de las mismas). Estos resultados apuntan a la presencia de ciertas características asociadas al control de una empresa por parte de un grupo familiar que determinan la mayor rentabilidad de la empresa familiar frente a la no familiar. Estamos por tanto ante la existencia de un “family premium”.

**II. La mayor rentabilidad de la empresa familiar no es una compensación por los riesgos asumidos, ya que las empresas familiares tienen menos riesgo.** Las empresas familiares presentan menores niveles de riesgo económico (volatilidad del ROA), de mercado (Beta y volatilidad de la cotización) y de insolvencia (Z-Altman) que las no familiares. El único riesgo para el que las EF presentan niveles más elevados que las ENF es el riesgo de liquidez, ya que el volumen negociado al año en este tipo de empresas es significativamente menor. No obstante, este mayor riesgo no justifica la existencia del “family premium”. Así pues, las características asociadas al control familiar no sólo implican una mayor rentabilidad sino también una menor exposición al riesgo de estas empresas.

**III. El “family premium” no es independiente del sector ni del país en el que cotiza la empresa.** Esto sugiere que existen ciertos factores relacionados con el entorno competitivo e institucional en el que se sitúan las empresas que enfatizarían las ventajas asociadas al control familiar:

i. En el caso del análisis sectorial, las empresas familiares cotizadas predominan en sectores manufactureros con riesgo económico bajo. Esto implica que la preservación del capital en manos de una familia es más probable en entornos menos volátiles, ya que en éstos, las ventajas asociadas con una mayor estabilidad en la gestión de los recursos humanos y financieros tradicionalmente asociadas al control familiar son más evidentes. Esto se ve reforzado por el hecho de que dentro de estos sectores de hegemonía familiar, los tres en los que la EF bate claramente a la ENF en rentabilidad bursátil (confección y textil; fabricación de maquinaria y vehículos de transporte; y fabricación de productos informáticos, electrónicos y electrodomésticos) son sectores más intensivos en mano de obra y que requieren inversiones de capital a más largo plazo. **Por tanto, los resultados sugieren que la gestión del “capital paciente” de la empresa familiar constituye una ventaja competitiva en sectores más estables, caracterizados por la importancia del factor humano y por horizontes de inversión más largos.**

ii. En el caso del análisis por países, el hecho de que el “family premium” sea mucho mayor en países como Alemania y Reino Unido que en otros como España o Italia podría indicar que, tal y como ya se sugirió en el I Informe Banca March-IE, los beneficios del control familiar en las empresa cotizadas serán mayores cuanto mayor sea la transparencia y la eficiencia de los sistemas de gobierno corporativo presentes en los mercados financieros de cada país.

**IV. La diferencia de rentabilidad entre EF y ENF es mucho mayor en las empresas cotizadas de menor tamaño.** Es decir, las ventajas del control familiar son más obvias en las empresas cotizadas más pequeñas (aquellas con capitalización bursátil inferior a los 350 M de Euros). Se trata de empresas familiares normalmente desconocidas para el público general pero líderes en sus sectores, centradas en una estrategia de nicho y con amplia presencia en los mercados internacionales. Estas empresas parecen combinar lo mejor de dos mundos: su (relativa) menor dimensión les permite una mayor independencia y flexibilidad para adaptarse a cambios en el entorno e implica también una mayor influencia de los valores y la cultura familiar en la gestión de la empresa. Al mismo tiempo, su presencia en los mercados de capitales les permite el acceso a recursos y una mayor profesionalización en su gestión.

**V. Existe un punto óptimo de propiedad familiar a partir del cual las ventajas asociadas al control familiar empiezan a desaparecer.** Este punto óptimo se sitúa en torno al 40% de propiedad familiar. Esto sugiere que debe existir un “equilibrio” entre la propiedad familiar y la del mercado con el fin de evitar los riesgos asociados a la posible expropiación de rentas de otros accionistas minoritarios que puede producirse cuando el control familiar es elevado.

**VI. El “family premium” no se debe a la mayor rentabilidad de las empresas familiares en las que el fundador está presente.** De hecho, la rentabilidad de estas empresas es menor que la de aquellas que ya han superado al menos un relevo generacional y que llevan además asociado un menor riesgo. Por tanto, las ventajas del control familiar parecen ser más evidentes a medida que transcurren las generaciones.

**VII. El mercado no valora adecuadamente este “family premium”.** Las empresas familiares están claramente penalizadas y dentro de éstas lo están aún más aquellas que ya han superado al menos una generación. En términos de valoración estamos en realidad ante la presencia de un “family discount”.

## REFERENCIAS

- Anderson, R. C., & Reeb, D. V. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1308-1328.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. V. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209-237.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L., & Larraza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55, 82-113.
- Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Gomez Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth Preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Morck, R. and Yeung, B. (2004), Family Control and the Rent-Seeking Society. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28: 391-409.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Assets Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risks. *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2009). How are US family firms controlled?. *Review of Financial Studies*, 22(8), 3047-3091.

## ANEXO I. CRITERIOS DE SELECCIÓN DE LA MUESTRA

El II estudio BANCA MARCH-IE utiliza como universo de empresas todas las compañías cotizadas en algún país europeo reportadas en la base de datos ORBIS (de Bureau Van Dijk) que no pertenecen al sector financiero y cuya capitalización bursátil supera los 50 millones de € a finales de 2010. El total de empresas preseleccionadas en base a estos criterios es de 2.881. De éstas, se establecieron los siguientes filtros para la obtención de la base de datos final:

- Selección de países en los que existiera un número significativo de empresas cotizadas con más de 50M de capitalización bursátil (al menos 50). Esto redujo la muestra al análisis de las empresas pertenecientes a Francia, Reino Unido, Suiza, Alemania, e Italia. Se decidió mantener el análisis de España a pesar de que el número de empresas que cumplían este criterio era de 48.
- Selección de aquellas empresas que han cotizado durante todo el periodo (2001-2010) y que cuentan con datos económicos-financieros completos para la década objeto de análisis.

Selección de aquellas empresas para las que era posible obtener datos sobre propiedad para cada uno de los 10 años analizados. Una vez obtenidos los datos de propiedad, se decidió eliminar del análisis:

- Aquellas empresas cuyos datos disponibles no nos permiten identificar si cumplen o no el criterio de empresa familiar que estamos empleando, de manera que no puedan distorsionar los resultados en caso de ser incluidas erróneamente en uno u otro grupo de empresas (familiares frente a no familiares).
- Aquellas empresas que durante la década objeto de estudio han pasado de ser familiares a no familiares o viceversa. Es decir, las empresas de la muestra siempre han sido familiares o no familiares durante los diez años analizados.

Con relación a las fuentes de información, los datos financieros y contables han sido obtenidos de BLOOMBERG mientras que los datos relativos a las características de la empresa (tamaño, sector, país, antigüedad, etc.) proceden de la base de datos ORBIS.

Los datos de la estructura de propiedad y de gobierno corporativo de las empresas se han obtenido a través de un proceso de búsqueda exhaustivo en el que se han examinado cada una de las memorias anuales de cada una de las empresas para los años en los que estaban disponibles del periodo 2001-2010 así como la información referida a propiedad o gobierno corporativo publicada en las Web de cada una de las empresas analizadas.

## ANEXO II: LA Z DE ALTMAN

El indicador Z de Altman inicialmente propuesto para medir el riesgo de insolvencia de una muestra de empresas manufactureras viene dado por la siguiente ecuación:

$$Z = 1.2T^1 + 1.4T^2 + 3.3T^3 + 0.6T^4 + 0.999T^5.$$

$T^1$  = Working Capital/Activos Totales. Mide la liquidez de los activos con relación al tamaño de la empresa.

$T^2$  = Beneficios Retenidos / Activos Totales. Mide la rentabilidad acumulada en la empresa que refleja tanto la antigüedad de esta como la capacidad de generar beneficios y retenerlos.

$T^3$  = EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) / Activos Totales. Mide la eficiencia operativa de la empresa antes de considerar los costes de financiación y los impuestos reflejando la viabilidad de la empresa a largo plazo.

$T^4$  = Capitalización Bursátil/ Valor Contable de todos los pasivos de la empresa. Muestra el margen de solvencia de la empresa ante fluctuaciones de los precios de sus acciones.

$T^5$  = Ventas/ Activos Totales. Es un indicador que depende de la industria en la que opera la empresa y muestra la eficiencia con la que la empresa gestiona su activo.

Los valores umbrales de Z para clasificar a las empresas como solventes o no solventes son:

- $Z > 2.99$  – solvente
- $1.81 < Z < 2.99$  – zona de riesgo
- $Z < 1.81$  – insolvente

### ANEXO III: ESTIMACIÓN DE LA BETA MEDIANTE EL MODELO CAPM.

La literatura financiera propone analizar la relación rentabilidad riesgo de las empresas cotizadas a través del modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dicho modelo determina que la rentabilidad recibida por los inversores o accionistas de una empresa cotizada debería ser igual a la ofrecida por el activo libre de riesgo (activos de renta fija emitidos por el gobierno del país) más una prima de rentabilidad en función de la beta de la empresa (factor que indica el riesgo de mercado que exhibe la empresa en cuestión). El modelo CAPM viene dado por la siguiente ecuación:

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Donde R es rentabilidad bursátil de la empresa o de la cartera de empresas,  $R_f$  rentabilidad del activo libre de riesgo, Beta es el factor de riesgo de mercado para las acciones de la empresa o de la cartera de empresas, y  $R_m$  la rentabilidad bursátil del mercado de referencia para esa empresa.

La beta para las acciones de una empresa o cartera de empresas se estima mediante una regresión a partir de los datos históricos de las rentabilidades generadas por dichas acciones, las del mercado de referencia y las del activo libre de riesgo. Esta es la metodología que seguimos en este informe para estimar la beta de las distintas carteras de acciones empleadas en los análisis, empresas familiares y no familiares en general, por sectores, por países, por tamaño, por propiedad familiar, etc. Dicha beta la empleamos entonces para medir el riesgo de mercado de los diferentes tipos de empresas analizados.

A título de ejemplo se presentan a continuación los datos de las estimaciones hechas para la beta mediante regresiones basadas en el modelo CAPM en el capítulo sobre análisis de la empresa familiar frente a la no familiar por tamaños (Capítulo VII). Las restantes estimaciones están disponibles si se solicita, no mostrándose en el informe por cuestiones de espacio, si bien las betas estimadas se presentan en cada capítulo, siendo todas ellas estadísticamente significativas.

CARTERAS	Alpha mensual	Beta	R2 ajustado
Cartera de EF muy pequeñas	0,28% **	0,89 **	92%
<i>p-value</i>	0,03	0,00	
Cartera de EF medianas	0,10%	1,06 **	96%
<i>p-value</i>	0,39	0,00	
Cartera de EF grandes	-0,03%	0,92 **	82%
<i>p-value</i>	0,91	0,00	
Cartera de ENF muy pequeñas	-0,10%	1,04 **	93%
<i>p-value</i>	0,47	0,00	
Cartera de ENF medianas	0,01%	1,08 **	97%
<i>p-value</i>	0,89	0,00	
Cartera de ENF grandes	-0,20%	0,89 **	89%
<i>p-value</i>	0,21	0,00	

(\*\*\*) y (\*\*) Significatividad estadística al 1 y 5% respectivamente.

Tabla de la estimación de la Beta con el CAPM para las carteras de empresas por tamaños



## Cristina Cruz

*Profesora de Gestión Emprendedora y Empresa Familiar, IE Business School*

*Cristina Cruz es licenciada en Económicas por la Universidad de Murcia, BA en Economía Internacional por la Universidad de Manchester, Programa Superior de Dirección de Empresas Familiares por el Instituto de Empresa y Doctora en Economía de la Empresa y Métodos Cuantitativos por la Universidad Carlos III.*

Los resultados de su investigación, centrada principalmente en el ámbito de la gestión emprendedora y la empresa familiar, han sido publicados en revistas académicas de reconocido prestigio internacional tales como el "Academy of Management Journal", "Administrative Science Quarterly", "Journal of Business Venturing" o "Entrepreneurship Theory and Practice". Su labor académica ha sido reconocida internacionalmente en numerosas ocasiones. Por ejemplo en 2009, su artículo titulado: "Socioemotional wealth and Corporate response to institutional pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?", recibió el "Best Paper Award" de la división de Gobierno Corporativo de la European Academy of Management Conference. En reconocimiento a esta labor investigadora, IE Business School le otorgó en 2010 el "Research Excellence Award", premio que esta institución concede a sus mejores investigadores.

La profesora Cruz traslada los resultados de su investigación a las aulas, desde dónde trata de infundir en las nuevas generaciones la necesidad de preservar y transmitir el espíritu emprendedor en las familias empresarias. Su labor docente en este sentido, tanto en cursos de MBA como a nivel de Executive Education es siempre muy bien valorada por los alumnos y también reconocida internacionalmente. En 2011, fue uno de los profesores seleccionados por el Family Firm Institute (FFI) para presentar su método innovador de enseñanza en temas de empresa familiar en el Family Business Research & Education Symposium. Es también autora de numerosos casos sobre emprendedores y empresas familiares de éxito.



## Laura Núñez Letamendia,

*Profesora de Dirección Financiera, IE Business School*

*Laura Núñez es licenciada en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid, y Doctora en Economía Financiera (especialización Banca y Bolsa) por la misma Universidad. Su Tesis doctoral sobre inversión en empresas cotizadas fue premiada por la Fundación Caja Madrid.*

Inició su carrera profesional en el mercado financiero ejerciendo como analista y gestora de carteras y fondos en Bestinvest SVB, GVC SVB y Norwich Union. Posteriormente su trayectoria profesional se ha desarrollado en el IE Business School donde además de impartir docencia en diversos programas (MBA, Executive MBA, LLM, PhD, DBA y MiM) ha ejercido como Directora de Investigación en el periodo 2001 - 2007. En los últimos años ha realizado estancias en Bentley University (Boston) como Visiting Scholar y cursos de especialización en Harvard Business School.

Su investigación se centra en el estudio de los mercados de capitales y en la gestión de inversiones y riesgos, así como en la mejora de las técnicas cuantitativas de análisis. Uno de los temas que le apasiona es la aplicación de técnicas de inteligencia artificial para la selección de indicadores bursátiles, financieros y económicos con objeto de anticipar los movimientos de los mercados y limitar los riesgos. Su investigación ha sido financiada mediante programas públicos competitivos, como el Programa Marco de la UE y el Plan Nacional de I+D, y los resultados han sido publicados en revistas académicas internacionales con sistemas de evaluación anónimo e impacto reconocido en el JCR (Journal Citation Report) Energy Policy, Soft Computing, IMA Journal of Management Mathematics, Computational Statistics & Data Analysis, European Journal of Operational Research, Int. J. Data Mining, Modelling and Management, Managerial Finance, así como en libros internacionales (Studies in Computational Intelligence - Springer 2012, Lecture Notes in Computer Science - Springer 2012) y revistas académicas nacionales.







