

Instituto de Pesquisa

Liderança inovadora do Credit Suisse Research Institute
e dos principais especialistas do mundo



O Modelo de
Empresa Familiar

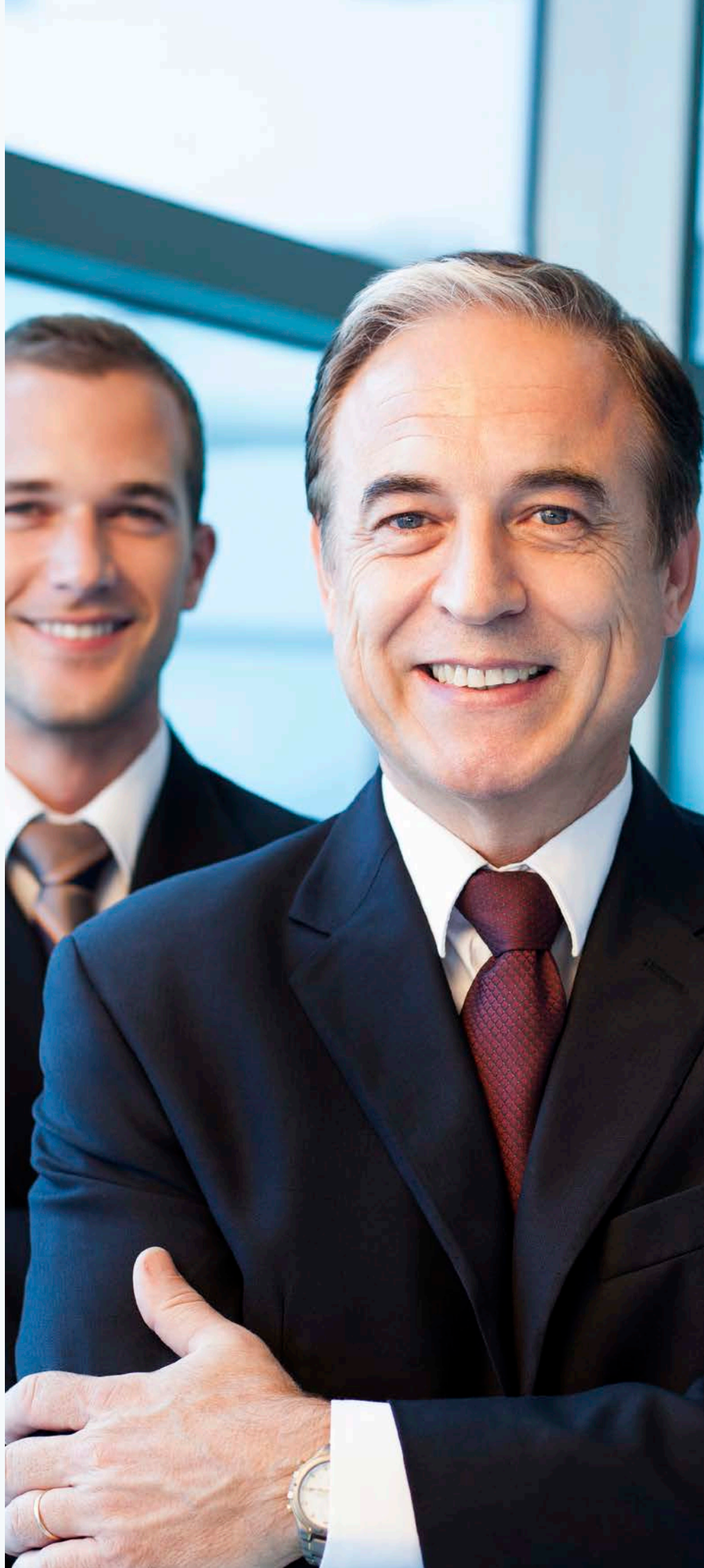
Índice

- 03 Introdução
- 04 Principais destaques
- 07 As empresas familiares são um bom investimento?
- 08 O universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS
- 16 Estudo de caso dos EUA: Wal-Mart
- 18 Estudo de caso da Europa: Alfa Laval vs. Hochtief
- 20 Estudo de caso da Ásia: Sino Biopharmaceutical vs. CR Sanjiu Pharma
- 32 O *case* de investimento em empresas familiares
- 40 As famílias sabem administrar bem?
- 44 Anexo 1:
O universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS
- 51 Referências e bibliografia

Para obter mais informações, entre em contato com:

Richard Kersley, Head of Global Securities Products and Themes, Credit Suisse Investment Banking,
richard.kersley@credit-suisse.com

Michael O'Sullivan, Chief Investment Officer, UK & EMEA, Credit Suisse Private Banking & Wealth Management,
michael.o'sullivan@credit-suisse.com



Introdução

Pesquisas consideráveis já foram feitas sobre empresas familiares para estabelecer se existe uma correlação positiva entre o controle societário fechado e o desempenho da empresa. Até o momento, não existem conclusões definitivas, apesar de a maioria dos relatórios costumar encontrar benefícios nessa configuração. Os estudos normalmente são limitados a mercados únicos e referem-se a diferentes prazos, de forma que, em geral, é difícil estabelecer uma conclusão ampla. Com o universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS apresentado neste relatório, procuramos corroborar as conclusões de alguns relatórios de pesquisas produzidos anteriormente pelo Credit Suisse a respeito de empresas familiares, especificamente o White Paper 01 do Credit Suisse, *Family Businesses in Europe: Growth Trends and Challenges* (Empresas familiares na Europa: tendências e desafios de crescimento), de fevereiro de 2007, *The Life-Cycle of UK Family Businesses* (O ciclo de vida das empresas familiares no Reino Unido), de julho de 2008, *Credit Suisse Research Institute's Asian Family Businesses Report 2011* (Relatório de empresas familiares asiáticas de 2011 elaborado pelo Credit Suisse Research Institute) e *Family businesses: Sustaining Performance 2012* (Empresas familiares: manutenção do desempenho, de 2012), e determinar se existe um caso de negócios para empresas familiares em termos globais e se há um caso de investimento real para acionistas externos.

No White Paper 01 do Credit Suisse, *Family Businesses in Europe: Growth Trends and Challenges*, de setembro de 2007, destacamos vários pontos fortes que caracterizam as empresas familiares:

- Comprometimento de longo prazo dos proprietários
- Propriedade visível e identificável em contrapartida à propriedade de vários investidores institucionais
- Histórico de lealdade às suas empresas em tempos difíceis
- Marcas que continuam a abrir portas na comunidade dos negócios
- Coerência na tomada de decisões e na prática de negócios, reduzindo, assim, os riscos para os fornecedores externos de capital
- Melhor alinhamento dos interesses dos proprietários e da administração

A isso, acrescentaríamos agora várias características que ajudam a elucidar por que as empresas familiares se destacam e por que o perfil de retorno é diferente daquele do universo corporativo mais amplo:

- O desejo de manter o controle leva a uma administração e a estratégias mais cautelosas e eficientes
- Foco nos produtos de valor agregado e no desenvolvimento da marca, cujo corolário é a imagem negativa para os proprietários de empresas familiares em caso de fracasso público.
- Foco nas atividades-fim significa que são menos aquisitivas e que o crescimento é orgânico
- A intensidade dos investimentos, sejam em pesquisa e desenvolvimento (P&D) ou em um capex mais amplo, é menor. Porém, a compressão mais limitada ao ROE sugere que os investimentos e o processo de P&D são mais eficientes
- Menor volatilidade em empresas com propriedade mais dispersa
- Criação de valor por meio de *spreads* superiores de retorno do fluxo de caixa e de crescimento de ativos

O empreendedorismo decorre de oportunidade e necessidade. Como o pano de fundo macroeconômico mudou e passou a apresentar uma maior desregulamentação e um menor envolvimento governamental, vimos que as empresas familiares não são apenas os principais determinantes do crescimento econômico, mas também os principais empregadores. Portanto, é fundamental entender como e por que essas empresas atuam e como afetarão as políticas macroeconômicas e o desempenho do mercado de ações. Com a redução do papel do Estado na economia em todo o mundo, os empreendedores serão os inovadores e determinantes do crescimento e do desenvolvimento futuros.

Stefano Natella

Global Head of Equity Research, Investment Banking

Giles Keating

Vice Chairman of IS&R and Deputy Global Chief Investment Officer, Private Banking & Wealth Management

Principais destaques

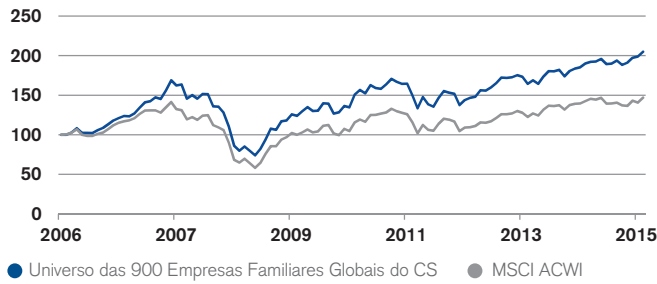
Pela primeira vez, procuramos estabelecer se e como as empresas familiares geram patrimônio em nível global. Comparamos o ciclo de crescimento e os retornos de empresas familiares ao redor do mundo com o MSCI ACWI e as diferenças nas estratégias comerciais para compreender por que as empresas familiares têm um desempenho superior.

Julia Dawson e Richard Kersley

- O índice CS Global Family 900 apresenta retorno superior a 4,5% de CAGR em comparação ao Índice MSG All Countries World desde 2006.
- Investir com o fundador gera os melhores retornos no preço das ações, e observamos o desempenho superior diminuindo ao longo das gerações posteriores.
- As empresas familiares são um modelo de negócios com ROE menor nos mercados mais desenvolvidos dos EUA e da Europa. Elas demonstram maior ROE na Ásia e nos países da Europa, do Oriente Médio e da África (EMEA). O ROE menor é um indicador de estratégias mais conservadoras e de prioridades mais amplas para a propriedade familiar, que vão além dos retornos financeiros.
- Contudo, no longo prazo, as empresas familiares que compõem o índice CS Global Family 900 geraram duas vezes o lucro econômico – lucros superiores ao custo da oportunidade de utilizar ativos ou capital – em comparação aos índices de referência. Ilustramos isso com estudos de casos do Wal-Mart, da Alfa Laval e da Sino Biopharmaceuticals.
- As empresas familiares são negociadas a um EV/EBITDA e múltiplos de PB ligeiramente mais elevados em comparação aos índices de referência. A valorização do preço das ações está intimamente correlacionada à geração de lucro econômico.
- A alavancagem é mais baixa nas empresas familiares norte-americanas e europeias, em linha com a pesquisa anterior. Conseguimos demonstrar uma redução de alavancagem mais veloz após a crise financeira em comparação aos índices de referência. Por outro lado, a alavancagem de empresas familiares asiáticas é mais elevada.
- O ciclo comercial é mais suave e mais estável. Mostramos que o crescimento da receita é menos volátil ao longo do ciclo, com picos menores e vales menos expressivos.
- As empresas familiares investem em P&D. Nos EUA, a intensidade dos investimentos em P&D é de apenas 25% em relação aos níveis de referência; na Europa, a intensidade está 20% abaixo do índice de referência. Embora isso indique um estilo mais conservador de administração, acreditamos também que reflita um processo de P&D mais eficiente considerando a diferença relativamente limitada nos retornos.
- O crescimento das empresas familiares é orgânico. Desde 1990, as fusões e aquisições (M&A) representam apenas 2,1% das vendas, em comparação a 5,8% em empresas não familiares. Também descobrimos que as empresas familiares realizam aquisições melhores e mais baratas, pois estimulam taxas de crescimento maiores e melhores retornos no período de três anos após a aquisição.
- Os riscos de governança corporativa são superestimados. Em nosso ponto de vista, as medidas empíricas de desempenho contábil atuam como substitutas da governança corporativa, e descobrimos que existe um alinhamento mais próximo entre os interesses do proprietário e dos acionistas minoritários do que o mercado é capaz de compreender. A qualidade contábil das empresas familiares é excepcional e reflete o foco dos proprietários na preservação do patrimônio no longo prazo.
- Em nossa opinião, a sobrevivência e a transição são mais fáceis em setores mais dependentes de ativos tangíveis. Observamos uma diluição mais rápida de participação em empresas baseadas em propriedade intelectual. Isso pode ser reflexo do fato de que as gerações posteriores não compartilham as visões ou os interesses do fundador.
- Discutimos possíveis riscos e fragilidades que incluem riscos de partes relacionadas, consórcios fechados de administradores, contratação de familiares sem qualificação e direitos a voto diferentes.

Figura 1

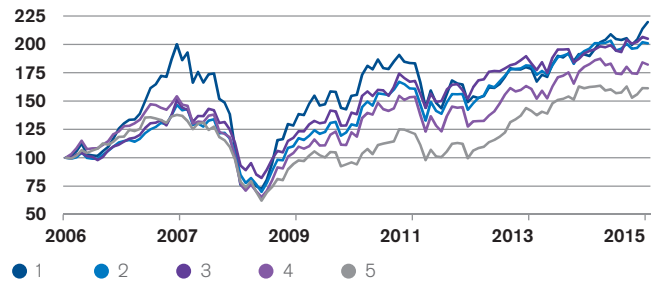
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 2

Retornos do preço das ações por geração

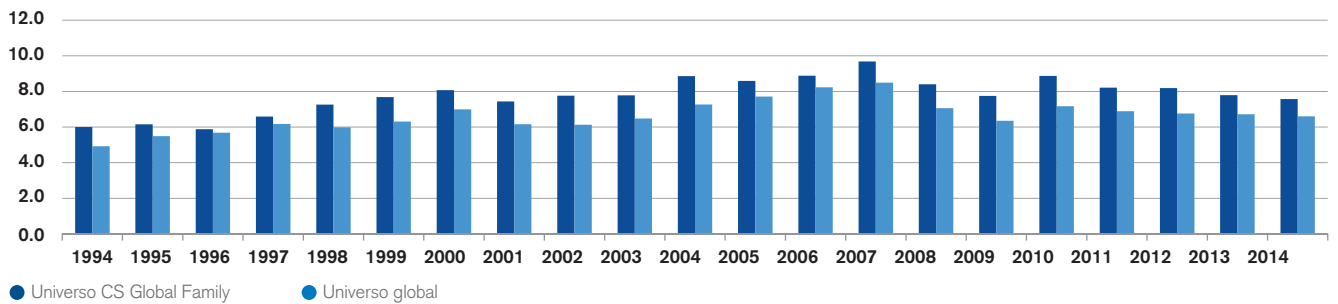


Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 3

Retorno do investimento com base no do universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI

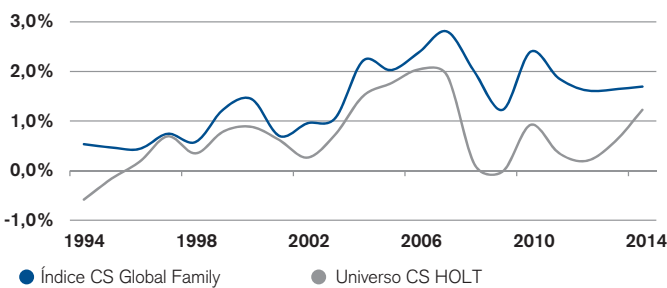
Exceto dados financeiros e serviços públicos regulares



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 4

Lucro econômico como percentual do EV

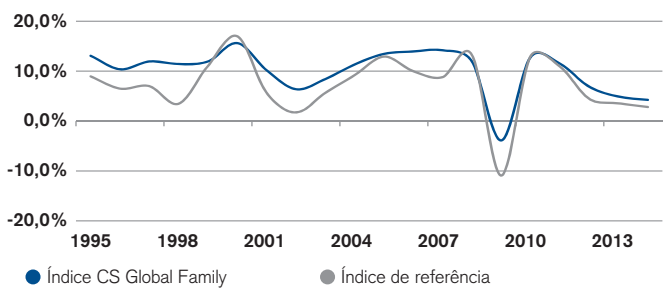


Fonte: Credit Suisse Research Institute

Figura 5

Crescimento anual das vendas

Percentual, excluindo dados financeiros



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 6

Empresas familiares como principais determinantes da economia

	Empresas familiares (%)	Contribuição ao PIB (%)	Participação na geração de empregos (%)
América do Norte	90	USA 57	USA 66
Europa	85	70	60
Ásia-Pacífico	85	34	57 South Asia/ 32 North Asia
América Latina	85	60	70
Oriente Médio	90	80	70

Fonte: EY Family Business Yearbook 2014



As empresas familiares são um bom investimento?

As empresas familiares oferecem boas oportunidades de investimento para acionistas externos? Utilizando a estrutura de avaliação Credit Suisse HOLT, as empresas familiares parecem demonstrar maiores retornos de caixa e maior criação de valor econômico, sustentando avaliações excepcionais e um desempenho superior no preço das ações.

Em nossa opinião, as empresas familiares são negociadas a um pequeno ágio em comparação a um MSCI ACWI de 12% sobre o EV/EBITDA e de 5% sobre o P/B desde 2006. Isso reflete ROEs que foram, em média, 4,3% maiores do que o índice de referência e um retorno do fluxo de caixa sobre o investimento (CFROI) superior em mais de 9%. Embora existam diferenças regionais nos retornos,

que normalmente são menores em empresas mais maduras da Europa e dos EUA, acreditamos que os investidores estejam preparados para pagar esse pequeno ágio por um ciclo de vendas e de retornos mais estável em relação aos índices de referência e também pela criação de valor mais sustentável no longo prazo, refletida em um CFROI e em uma métrica de lucro econômico superiores.

Figura 7

Retornos e avaliações de empresas familiares – 2014

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Dívida líquida/ Patrimônio (%)	Dívida Líquida/ EBITDA (x)
Global	11,5	6,4	10,6	2,1	52,0	1,8
EUA	12,0	9,1	13,2	3,3	30,7	1,1
Europa	12,1	7,5	9,2	2,0	42,7	1,3
Ásia	10,8	5,5	9,7	1,7	44,4	1,7
América Latina	9,3	6,7	10,1	2,1	86,6	2,6
EMEA	17,9	8,1	18,6	1,8	82,6	1,9

Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 8

Retornos e avaliações comparativos vs. MSCI ACWI – 2014

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Dívida líquida/ Patrimônio (%)	Dívida Líquida/ EBITDA (x)
Empresas familiares	11,5	6,4	10,6	2,1	52,0	1,8
MSCI ACWI	12,1	6,3	9,5	2,1	48,2	1,5
Ágio/(desconto)	-4,8	1,0	12,3	-1,2	7,9	17,1

Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 9

Retornos e avaliações comparativos vs. MSCI ACWI – desde 2006

	ROE ()	CFROI ()	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Dívida líquida/ Patrimônio ()	Dívida Líquida/ EBITDA (x)
Empresas familiares	13,2	7,5	9,2	2,1	54,7	1,7
MSCI ACWI	12,6	6,9	8,2	2,0	48,6	1,4
Ágio/(desconto)	5,0	9,1	11,8	5,1	12,4	19,8

Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

O universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS

Criamos uma cesta com mais de 900 empresas de todo o mundo cujos fundadores ou famílias de fundadores detêm mais de 20% das ações em circulação. Nossos estudos de caso do Wal-Mart, da Alfa Laval e da Sino Pharmaceuticals ilustram como as empresas familiares determinam a geração de patrimônio no longo prazo em comparação a pares cuja propriedade é mais dispersa.

Criamos um banco de dados que reúne 920 empresas de capital aberto de todo o mundo com capitalização de mercado de, no mínimo, US\$1 bilhão e participação acionária familiar de, no mínimo, 20% das ações em circulação. Encontramos exemplos em 35 países. Em termos numéricos, essas empresas são mais preponderantes na Ásia, fato que pode ser explicado pelo padrão diferente e mais recente de desenvolvimento econômico da região em comparação à Europa e aos EUA. Em mercados mais desenvolvidos, vemos participações mais fragmentadas e, em geral, muitas famílias vendem seus negócios com o passar do tempo. Estatísticas do Family Business Institute, citadas frequentemente, mostram que apenas um terço das empresas

familiares dura até a segunda geração de proprietários, 12% até a terceira e apenas 3% até a quarta. Em nossa análise, estabelecemos um controle para equilibrar a maior quantidade de empresas asiáticas presentes nesse universo de empresas familiares ao avaliarmos todos os nossos dados de forma neutra, por setor e por país, com relação ao índice de referência MSCI ACWI. Excluímos joint ventures e ativos anteriormente detidos pelo Estado e vendidos para o setor privado.

Para obter informações completas sobre as empresas incluídas no universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS por país e por setor, consulte o Anexo 1.

Figura 10

As 10 maiores empresas familiares por região

País	Empresa	Código	Setor	Dados de Preços		Variação de Preço (%)		
				Preço (lc)	Mcap (\$m)	1 mês	3 meses	12 meses
América do Norte								
EUA	Wal-Mart Stores, Inc.	WMT	Bens de primeira necessidade	74,8	241.397	-4%	-11%	-2%
EUA	Oracle Corporation	ORCL	Tecnologia da informação	43,9	191.540	-2%	0%	4%
EUA	Google, Inc.	GOOGL.OQ	Tecnologia da informação	554,2	188.819	-1%	-2%	-3%
EUA	Facebook Inc.	FB	Tecnologia da informação	80,1	225.066	0%	1%	26%
EUA	Berkshire Hathaway Inc.	BRKa.N	Finanças	217.291,0	179.206	1%	-2%	13%
EUA	Kinder Morgan, Inc.	KMI	Energia	41,6	90.239	-3%	1%	24%
EUA	Nike Inc.	NKE	Bens de consumo discricionário	102,3	87.952	2%	5%	34%
EUA	McKesson Corporation	MCK	Saúde	237,8	55.073	6%	4%	26%
EUA	Phillips 66	PSX	Energia	79,6	43.148	-2%	1%	-6%
EUA	Franklin Resources	BEN	Finanças	51,6	31.905	-1%	-4%	-6%
Europa								
CH	Novartis	NOVN.VX	Saúde	98,5	278.918	2%	1%	22%
CH	Roche	ROG.VX	Saúde	282,5	254.426	5%	9%	6%
BE	Anheuser-Busch InBev	ABI.BR	Bens de primeira necessidade	112,3	197.476	3%	-1%	39%
FR	L'Oreal	OREP.PA	Bens de primeira necessidade	176,5	108.066	4%	9%	37%
ES	Inditex	ITX.MC	Bens de consumo discricionário	30,7	104.785	7%	9%	44%
FR	LVMH	LVMH.PA	Bens de consumo discricionário	166,6	92.534	7%	2%	28%
DE	SAP	SAPG.F	Tecnologia da informação	67,8	91.154	0%	8%	21%
DE	BMW	BMWG.DE	Bens de consumo discricionário	103,1	72.472	-3%	-9%	12%
SE	Hennes & Mauritz	HMb.ST	Bens de consumo discricionário	342,1	58.988	-1%	-6%	21%
CH	Compagnie Financiere Richemont SA	CFR.VX	Bens de consumo discricionário	84,2	46.488	-1%	0%	-11%
Ásia								
KR	Samsung Electronics	005930.KS	Tecnologia da informação	1.307.000	173.855	-6%	-4%	-10%
IN	Tata Consultancy Services	TCS.BO	Tecnologia da informação	2.610,0	80.210	5%	-2%	23%
JP	Softbank	9984.T	Serviços de Telecomunicações	7.447,0	72.136	-4%	1%	3%
HK	Hutchisonwhampoa	0013.HK	Indústria	115,0	63.245	0%	8%	10%
HK	Sun Hung Kai Properties	0016.HK	Finanças	132,6	49.154	3%	9%	27%
USA	JD.com, Inc.	JD.OQ	Bens de consumo discricionário	34,0	47.056	-1%	23%	34%
TW	Hon Hai Precision	2317.TW	Tecnologia da informação	99,1	48.679	8%	14%	19%
IN	Reliance Industries	RELI.BO	Energia	876,8	44.521	3%	1%	-18%
SG	Jardine Matheson	JARD.SI	Indústria	62,7	43.817	2%	-3%	2%
JP	Fast Retailing	9983.T	Bens de consumo discricionário	51.300,0	42.150	5%	11%	51%

Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.



Crescimento superior e mais estável

Desde 1995, as companhias em nosso universo de empresas familiares apresentam crescimento anual das vendas de 10%, em comparação a 7,3% das empresas do MSCI ACWI. Desde 2006, esse crescimento das vendas apresenta alcançou uma média de 8,5% para empresas familiares, em comparação a 6,2% do índice de referência. Em todos esses anos, com exceção de dois, o crescimento das vendas foi superior em empresas familiares, conforme visto na Figura 11. Esse crescimento das vendas foi menos volátil ao longo da série temporal, que inclui o estouro da bolha da internet e o colapso das empresas pontocom (2001-2002) e a crise financeira de 2008, quando as empresas familiares tiveram menores picos e vales.

Os motivos desse perfil de crescimento superior são vários. Porém, acreditamos que uma estratégia corporativa que abarque prazos mais longos é fundamental para a natureza estrutural desse crescimento mais elevado e menos volátil (Figura 11). Em nosso relatório CSRI, *Family Businesses: Sustainable Performance*, mais de 40% dos proprietários da primeira e da quarta gerações disseram que o típico horizonte de tempo para o retorno sobre um novo investimento era de 5 a 10 anos, e mais de 50% dos proprietários da segunda e terceira gerações esperavam que os novos investimentos dessem retorno em um período de 3 a 5 anos. Um total de 60% dos entrevistados disseram que sua perspectiva de administração de longo prazo foi importante para o sucesso atual de seus negócios.

Como parte dessa abordagem de prazo mais longo, a importância da qualidade do produto ou serviço, o desenvolvimento de relacionamentos de longo prazo com os clientes e a fidelidade à marca, além do foco nos principais produtos e na inovação desses principais produtos, e não na diversificação, são elementos que ajudam a explicar esse desempenho superior. Também vemos que os pagamentos de dividendos menores pelas empresas familiares (tópico discutido abaixo) permitem que elas mantenham os fluxos de caixa internamente, ajudando a custear o crescimento.

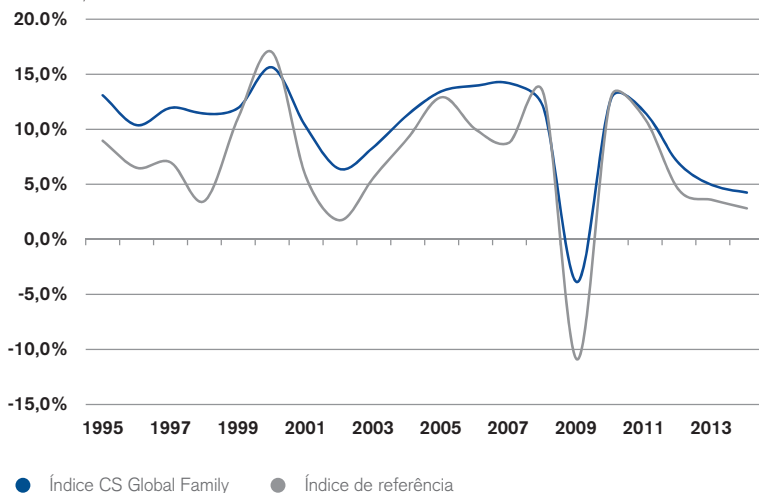
O retorno sobre o patrimônio líquido deixa de captar a criação de valor

Considerando a lucratividade em termos de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), nossa análise mostra que, desde o encerramento do exercício de 2006, o universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS gerou retornos anuais 50 pontos-base acima do índice de referência MSCI ACWI. Esses retornos foram motivados, principalmente, por ROEs superiores de

Figura 11

Crescimento da receita no universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS

Percentual, excluindo dados financeiros



Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

empresas familiares da Ásia, do Japão e dos países do grupo EMEA. As empresas familiares norte-americanas geraram ROEs que ficaram 250 pontos-base, em média, abaixo do índice de referência. Porém, como vemos na Figura 13, existe um perfil mais suave para os retornos ao longo do ciclo. Em períodos de crescimento, a média dos retornos das empresas familiares é 270 pontos-base inferior ao índice de referência. No entanto, em períodos de crescimento mais lento, como desde a crise financeira de 2008, esse desempenho inferior cai para 180 pontos-base. Apesar de menor, isso implica retornos mais estáveis ao longo do tempo, e resulta das estratégias concentradas em prazos mais longos inerentes a modelos de empresas familiares, em contrapartida ao foco nos retornos de prazo mais curto de empresas de propriedade mais diversificada. Vemos empresas familiares norte-americanas preparadas para sacrificar alguns retornos financeiros a fim de captar outros retornos não econômicos e preservar o status quo e a propriedade.

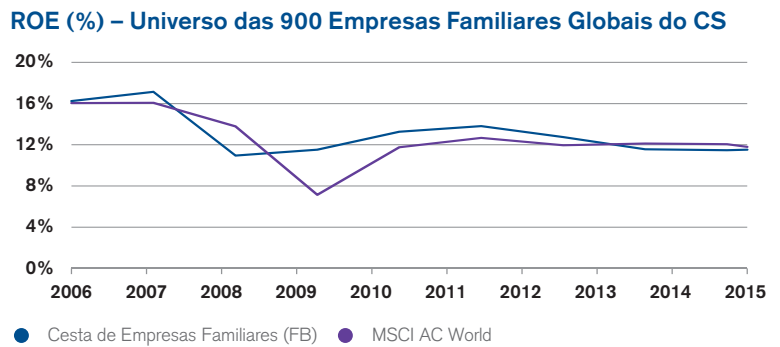
Na Europa, também testemunhamos um perfil de menor retorno em comparação ao índice de referência, mas que é, ao mesmo tempo, mais volátil. Antes da crise, ou seja, em um período de crescimento macroeconômico excelente, as empresas familiares europeias registraram retornos 60 pontos-base abaixo do índice referência e, depois da crise, período marcado por um crescimento muito limitado na Europa, a média dos ROEs ficou 10 pontos-base abaixo do índice de referência. Assim, embora os retornos na Europa estejam mais próximos do índice de referência do que nos EUA, o perfil é consideravelmente mais volátil e o desvio padrão dos ROEs de empresas familiares europeias é de 4,4%, em comparação a 2,6% nos EUA e 2,1% do índice de referência global. Isso pode sugerir uma estrutura de capital menos eficiente.

Na Ásia, o diferencial médio de retorno entre empresas familiares e o índice de referência é de apenas 20 pontos-base ao longo do período total de 9 anos e, novamente, vemos um perfil de retornos mais suave. Curiosamente, a baixa nos ROEs de empresas familiares asiáticas, exceto as japonesas, era de 12% em 2008, cerca de 340 pontos-base acima do índice referência. Esse é um contraste marcante entre empresas familiares norte-americanas e europeias, em que os retornos tiveram baixas que ficaram 2% a 5% abaixo dos índices de referência mais amplos, ou seja, as empresas familiares sustentaram o peso da crise de 2008. Dessa forma, até 2013, podemos ver um desempenho mais forte das empresas familiares nos anos de crescimento macroeconômico superior e um maior risco de queda durante os cenários macroeconômicos mais desafiadores.

Retornos com base no fluxo de caixa maiores – CFROI

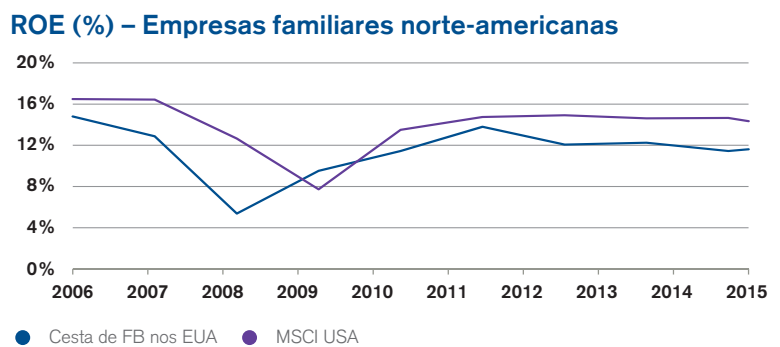
Entretanto, uma simples análise do ROE não constitui uma descrição adequada do modelo de empresa familiar. No geral, o caixa é um dos principais itens a serem considerados. Novamente, utilizamos nossa base de dados do Credit Suisse HOLT para termos uma ideia mais abrangente de lucratividade, as métricas proprietárias de CFROI (retorno do fluxo de caixa sobre o investimento) e o lucro econômico do HOLT, de forma a avaliarmos o desempenho econômico real dessas empresas e descobrir se as

Figura 12



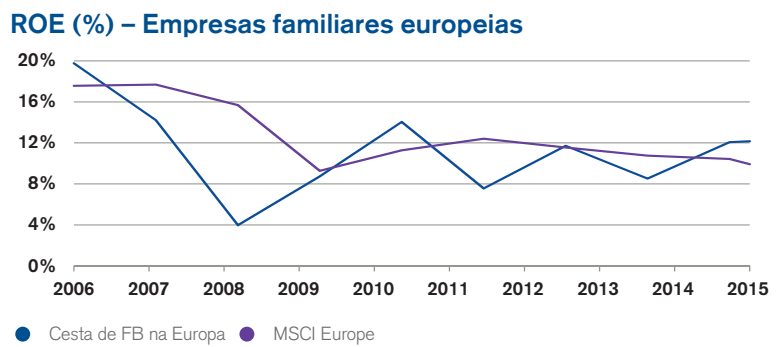
Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 13



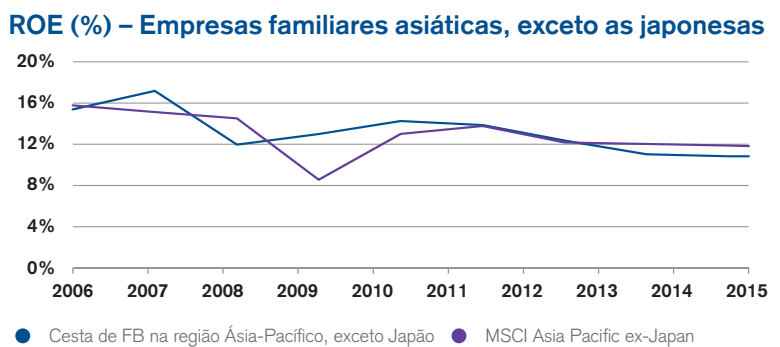
Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 14



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 15

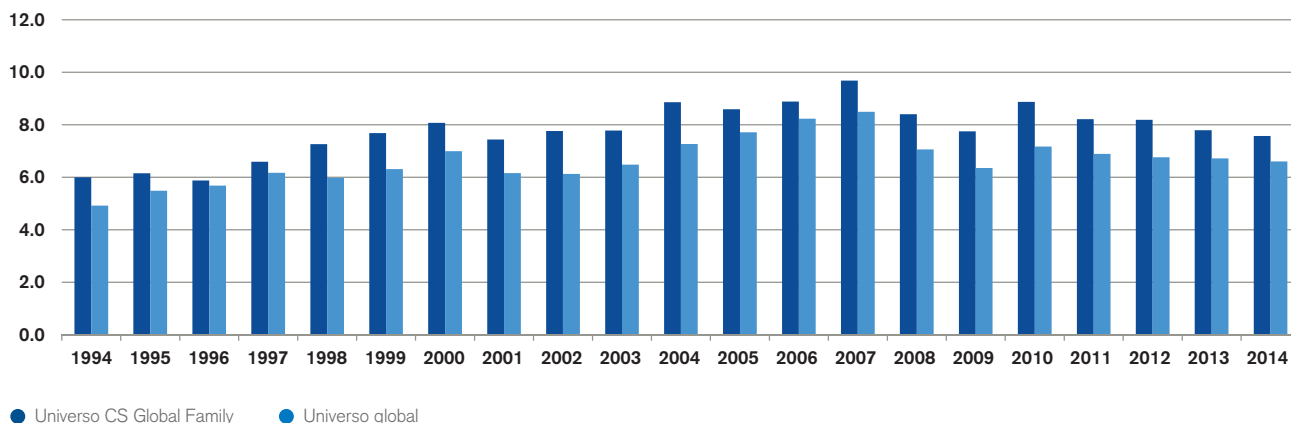


Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 16

CFROI do universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI

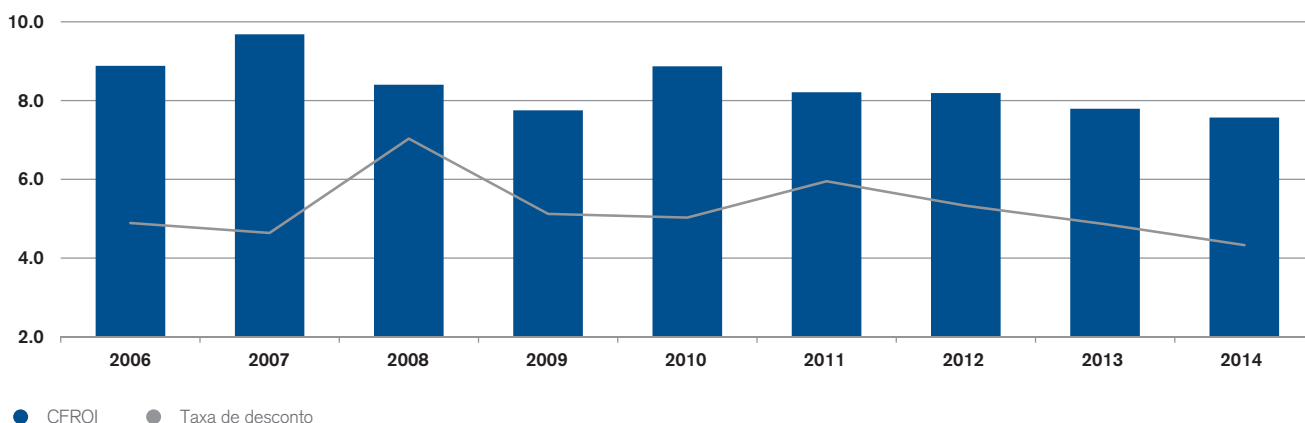
Exceto dados financeiros e serviços públicos regulares



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 17

CFROI do universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. custo de capital



Fonte: Credit Suisse HOLT

empresas familiares geram valor utilizando o capital de maneira eficaz ao longo do tempo. O lucro econômico é basicamente o retorno do fluxo de caixa gerado pelos ativos de uma empresa. A Figura 16 mostra claramente que as empresas familiares em nosso universo geraram um CFROI em média 130 pontos mais alto a cada ano desde 2006 em comparação aos componentes do MSCI ACWI (excluindo bancos e serviços públicos regulamentados), confirmando o desempenho superior visto em nossos relatórios anteriores sobre as empresas familiares norte-americanas e europeias.

Também podemos observar na Figura 17 que a geração do CFROI esteve sistematicamente acima da taxa de desconto nesse período, a uma média anual de 320 pontos-base. Isso se compara a 190 pontos-base para as empresas do universo do MSCI ACWI (Figura 18). Esse diferencial de 130 pontos-base é uma ilustração clara da geração de valor superior das empresas familiares ao considerarmos uma análise mais profunda dos retornos para além de um simples ROE e enfatiza avaliações maiores.

Quando os dados são ajustados por setor, vemos que as companhias em nosso universo de empresas familiares geraram um CFROI anual 9,3% mais alto, em média, desde 2006, com os EUA tendo os maiores retornos a cada ano (consulte a Figura 19). Novamente, vemos os retornos mais irregulares de empresas familiares europeias demonstrando que os CFROIs são muito mais cíclicos na Europa do que em outras regiões devido à maior exposição aos setores, como a participação dos bens de consumo discricionário e o fato de serem mais dependentes do crescimento global que do crescimento regional.

Lucro econômico – a criação de valor real

Também analisamos as empresas familiares em termos de geração de lucro econômico (EP), ou seja, o crescimento do valor como uma função dos spreads de CFROI e do crescimento dos ativos que demonstra a eficácia do capital investido. O lucro econômico é

definido como lucros superiores ao custo da oportunidade de utilizar os ativos ou o capital. A Figura 20 mostra que o universo de empresas familiares apresentou, sistematicamente, um lucro econômico maior, quando medido em termos do percentual do valor da empresa, nos últimos 20 anos. Isso é particularmente relevante para as empresas de maior crescimento e explica como as companhias podem gerar valor apesar das margens de CFROI em queda desde 2007 (Figura 16).

Ao observarmos o lucro econômico absoluto (Figura 25), também podemos detectar a divergência na criação de valor desde a crise econômica de 2008, com o EP das empresas familiares se acelerando e se aproximando do dobro dos níveis anteriores à crise, ao passo que as empresas em geral sofreram para gerar um EP positivo nos últimos anos. Essa, em nossa opinião, é uma das principais razões pelas quais os mercados pagam uma avaliação mais elevada por empresas familiares com relação ao múltiplo que seu ROE menor sugeriria que elas merecem.



PHOTO: ISTOCKPHOTO.COM/BO1982

Figura 18

CFROI do MSCI ACWI vs. custo de capital

Exceto dados financeiros e serviços públicos regulares

Fonte: Credit Suisse HOLT

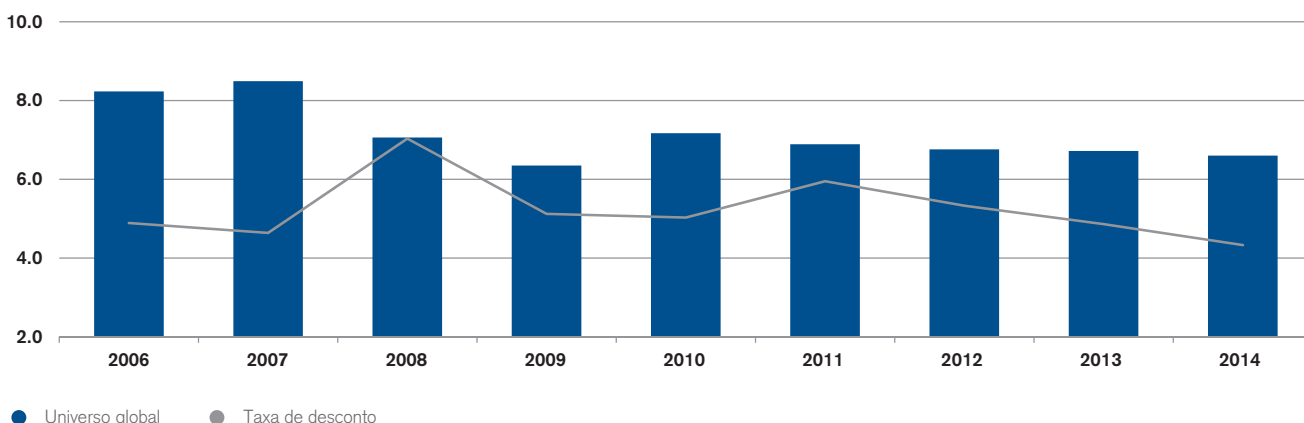
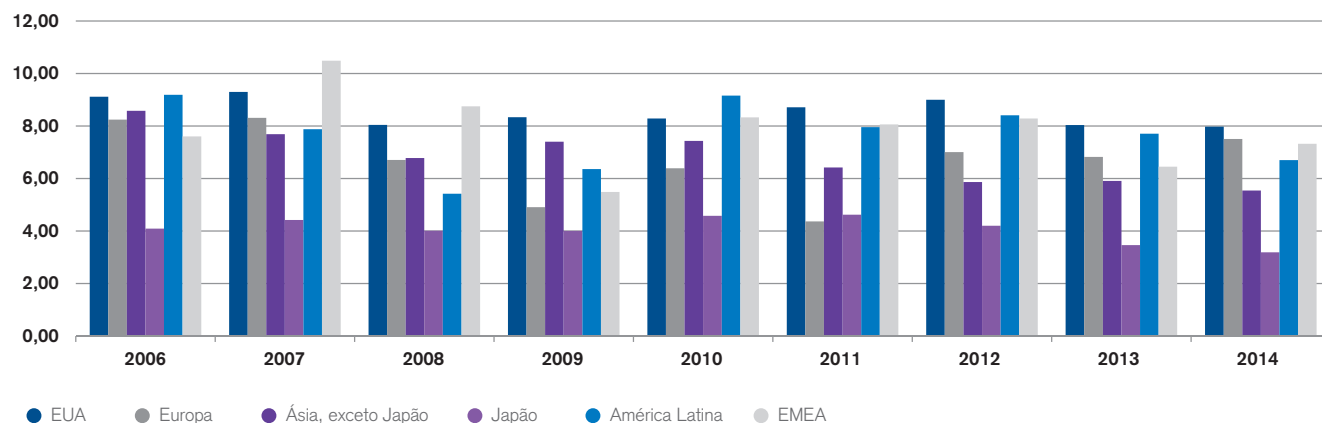


Figura 19

CFROI do universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS

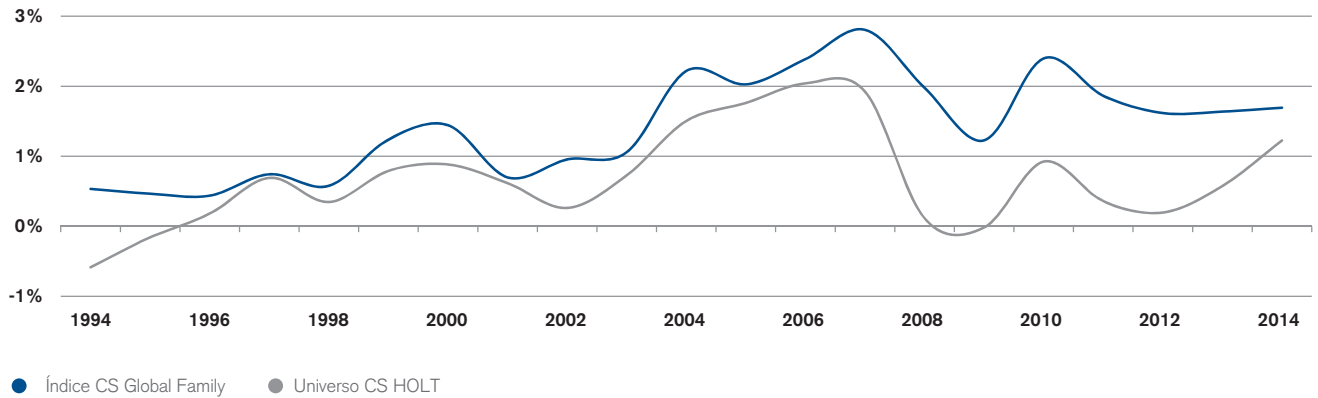
Exceto dados financeiros; percentual por região



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 20

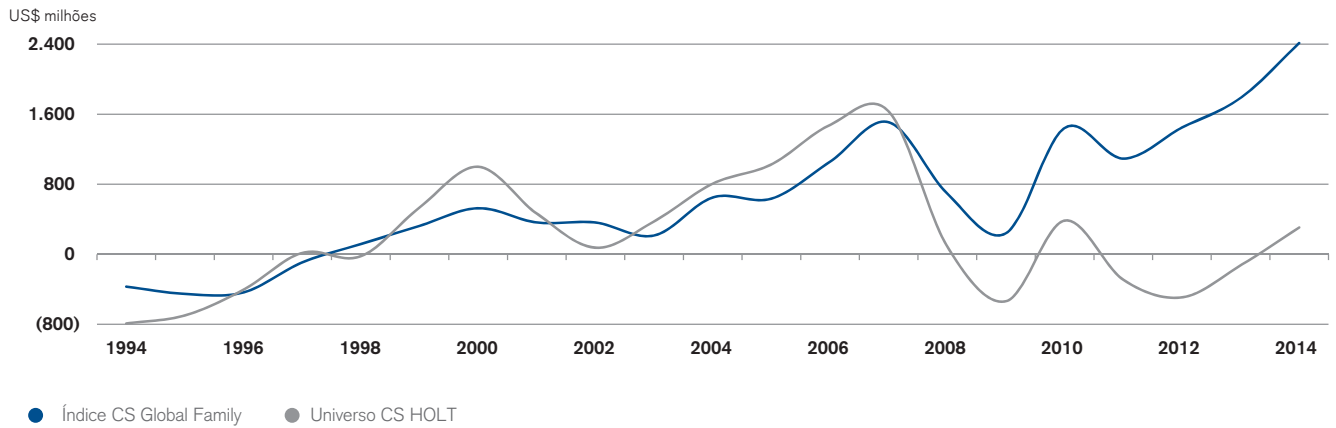
Lucro econômico como percentual do EV



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 21

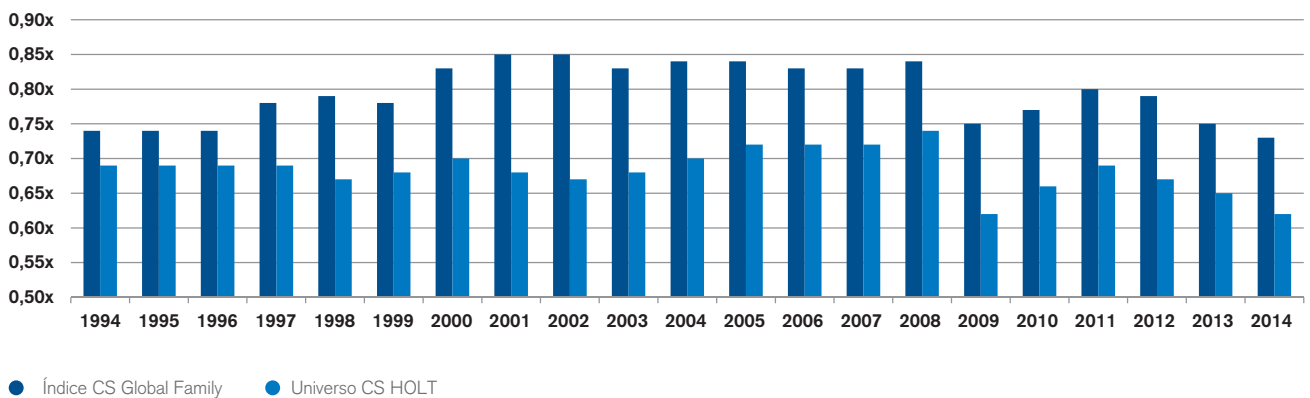
Lucro econômico



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 22

Índice de rotatividade de ativos – Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI



Fonte: Credit Suisse HOLT

Em termos de eficiências comerciais, consideramos os índices de rotatividade de ativos e observamos, novamente, que as empresas familiares apresentam maiores rotatividade de ativos das empresas familiares se manteve melhor desde 2008, caindo para 13% em comparação a mais de 16% do

MSCI ACWI. Isso, combinado com o maior spread de CFROI ilustrado na Figura 21, explica a diferença cada vez maior no lucro econômico gerado por empresas familiares em relação ao índice.



ESTUDO DE CASO DOS EUA

Wal-Mart

Walmart

Supercentre



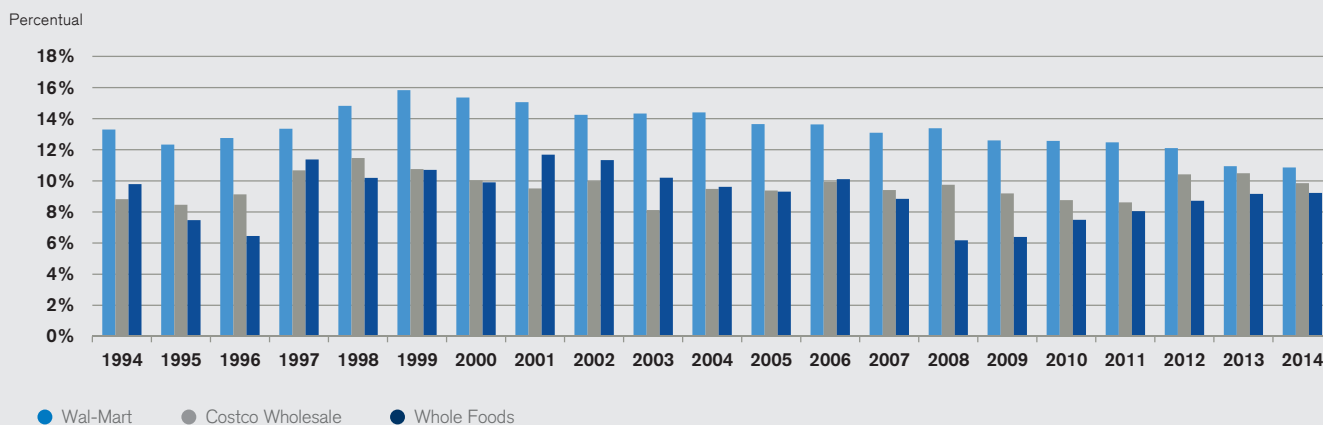
O Wal-Mart, arquétipo de empresa familiar, atua no varejo de bens de primeira necessidade, foi fundado por Sam Walton em 1962 e ainda é controlado pela família do fundador, com uma participação de 50,35%. Robert Walton, filho mais velho do fundador, é o presidente, e dois outros familiares atuam como conselheiros no conselho de 16 pessoas. Apesar de observarmos que as empresas diferem em tamanho e mercados-alvo, se compararmos a geração de lucro econômico do Wal-Mart com a de outros varejistas norte-americanos não controlados por famílias, a saber, Costco e Whole Foods, vemos que o Wal-Mart gerou sistematicamente maior CFROI e lucro econômico nos últimos 20 anos, apesar da convergência registrada

recentemente. Mesmo com CFROIs em declínio, o Wal-Mart conseguiu gerar um lucro econômico superior em termos de percentual do valor da empresa em comparação aos varejistas não familiares, e também apresentou um perfil mais estável de CFROI durante o período.

A Figura 25 demonstra quão eficaz é a avaliação do mercado sobre a geração de lucros econômicos e também mostra que o preço das ações reflete a capacidade do Wal-Mart de impulsionar o crescimento de seus ativos, minimizando com folga a redução dos CFROIs para que a criação de valor geral aumente de fato.

Figura 23

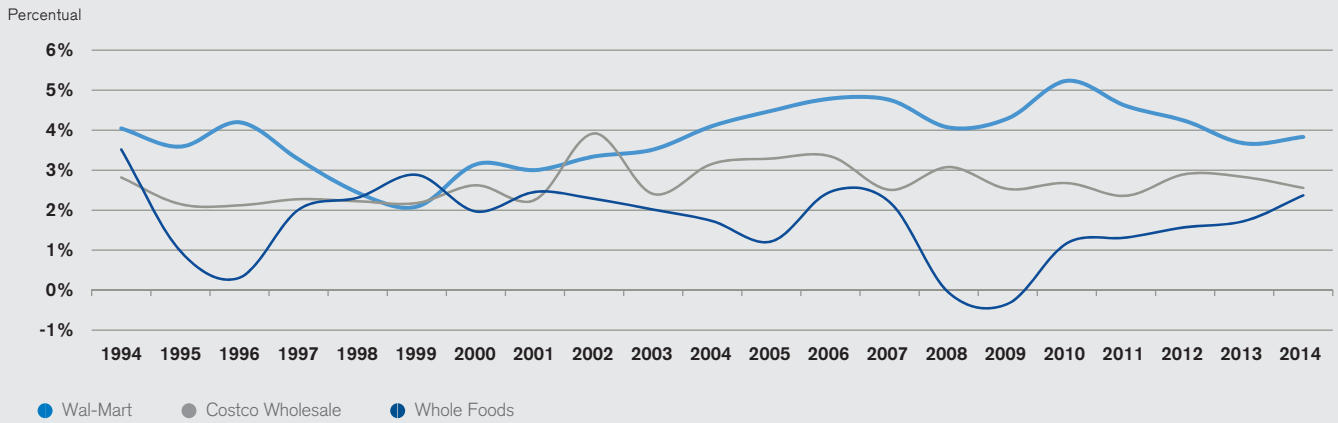
CFROI do Wal-Mart vs. varejistas não familiares



Fonte: Dados da empresa, Credit Suisse HOLT

Figura 24

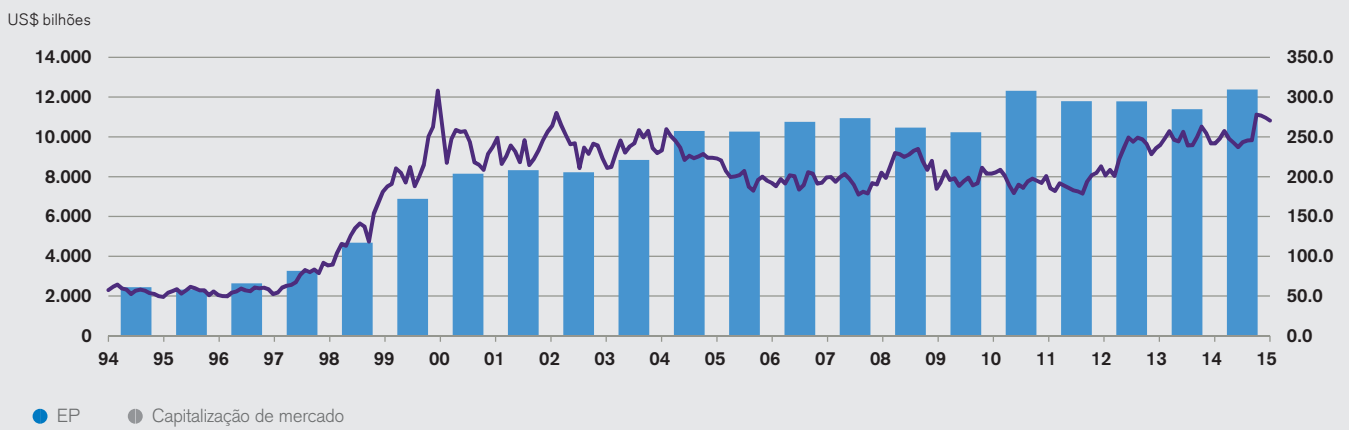
Lucro econômico do Wal-Mart como percentual do EV vs. varejistas não familiares



Fonte: Dados da empresa, Credit Suisse HOLT

Figura 25

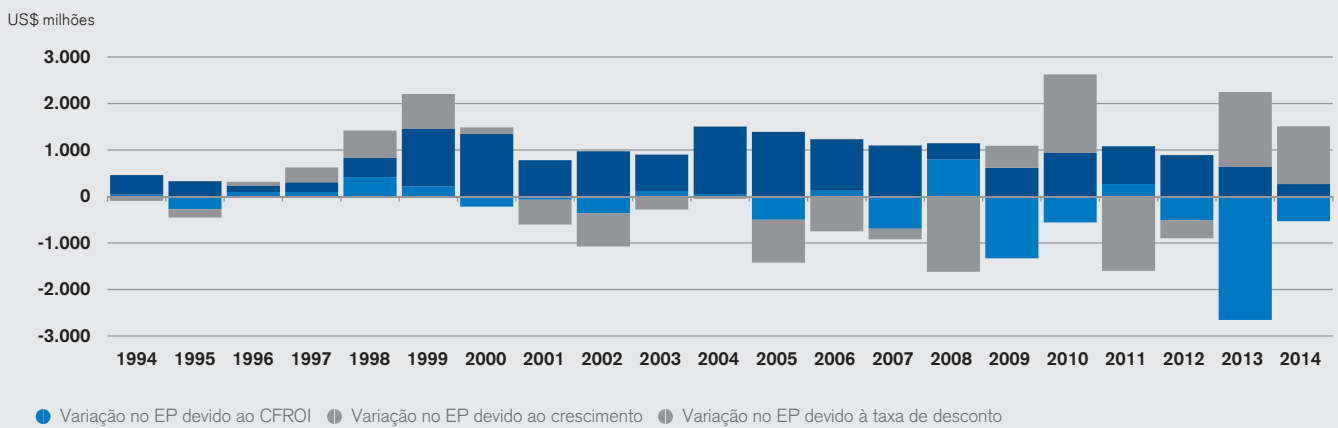
Lucro econômico vs. capitalização de mercado (US\$ bilhões)



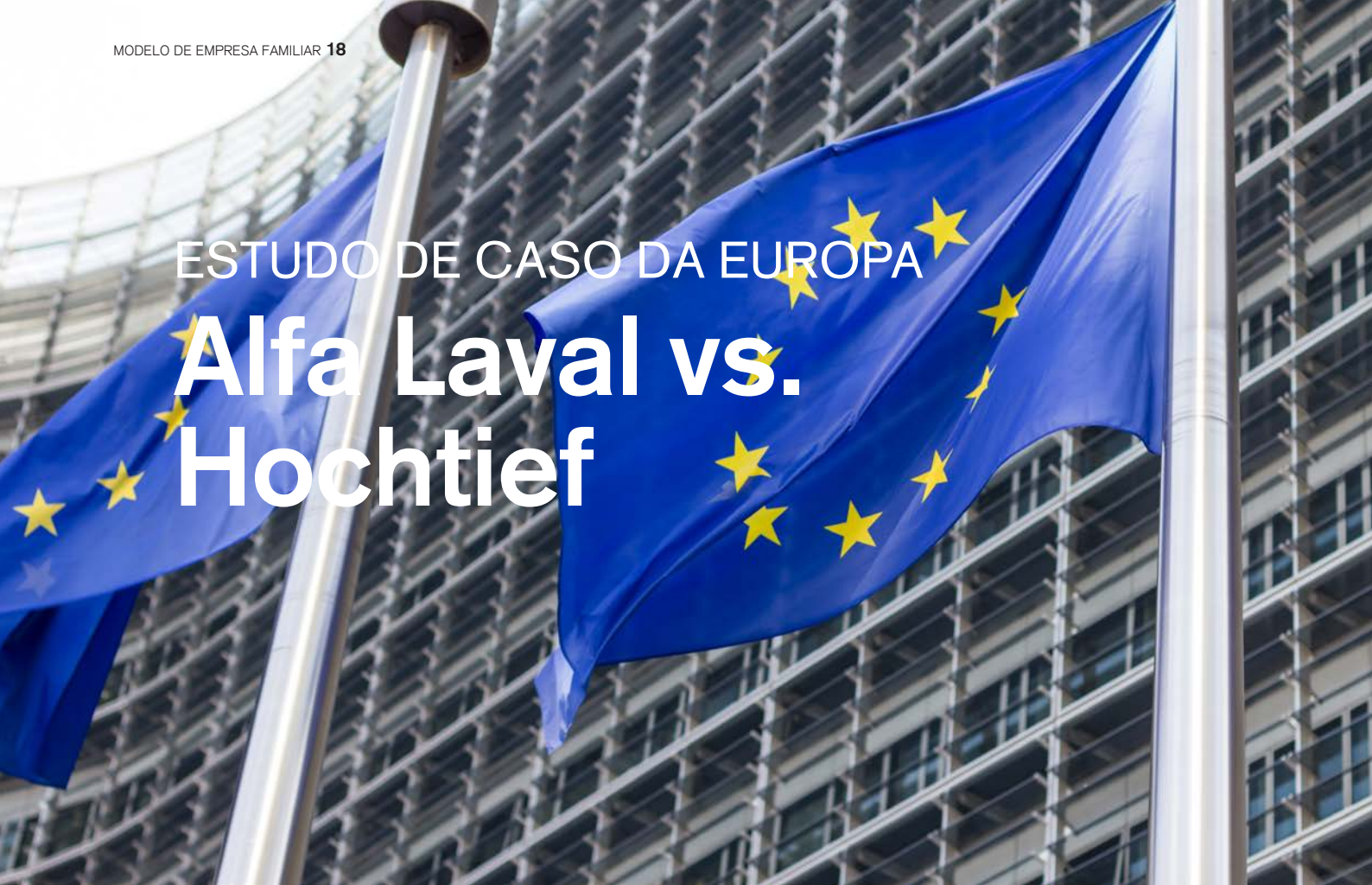
Fonte: Bloomberg, Credit Suisse HOLT

Figura 26

Determinantes do lucro econômico



Fonte: Credit Suisse HOLT



ESTUDO DE CASO DA EUROPA

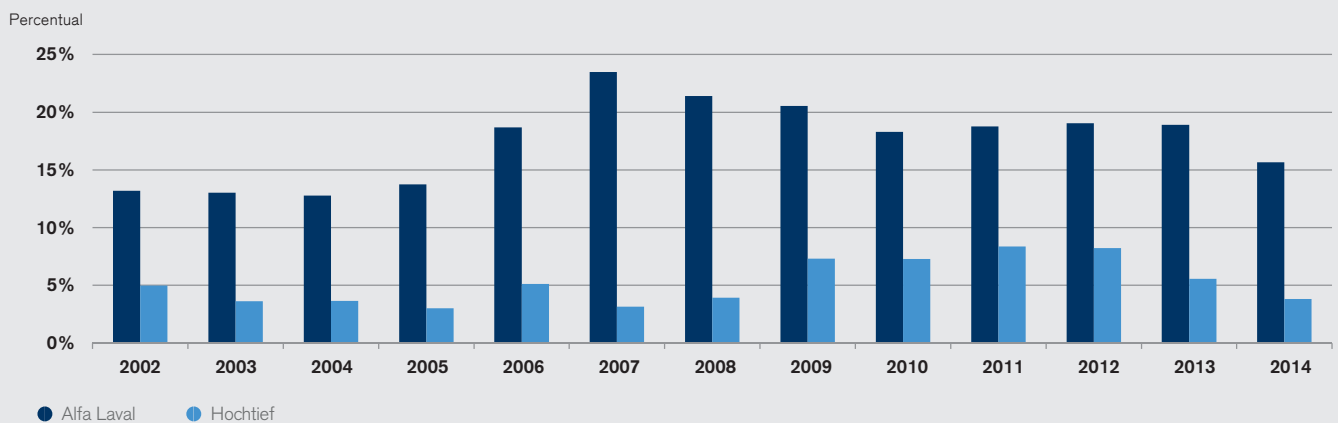
Alfa Laval vs. Hochtief

A Alfa Laval AB é uma empresa sueca de produção e engenharia fundada em 1883 e controlada pela família Rausing, que detém indiretamente 26,1% de seu capital. Finn Rausing é membro do conselho da Alfa Laval e do conselho do grupo 100% familiar Tetra Laval. Considerando que pares idênticos são difíceis de encontrar no mercado sueco, comparamos a Alfa Laval à Hochtief, uma empresa de engenharia não familiar alemã. Novamente observamos, como no estudo do Wal-Mart, que a empresa familiar gera, consistentemente, CFROI e lucro econômico maiores.

A Figura 29 demonstra a boa correlação entre o preço das ações da Alfa Laval e a geração de lucro econômico, refletindo a capacidade de a empresa aumentar continuamente os lucros econômicos em decorrência, principalmente, do crescimento e de níveis sustentáveis de CFROI. De 2002 a 2007, a geração de lucro econômico da Alfa Laval melhorou devido ao aumento acentuado no CFROI, e subsequentemente a criação de valor foi sustentada pelo crescimento, apesar da queda no CFROI.

Figura 27

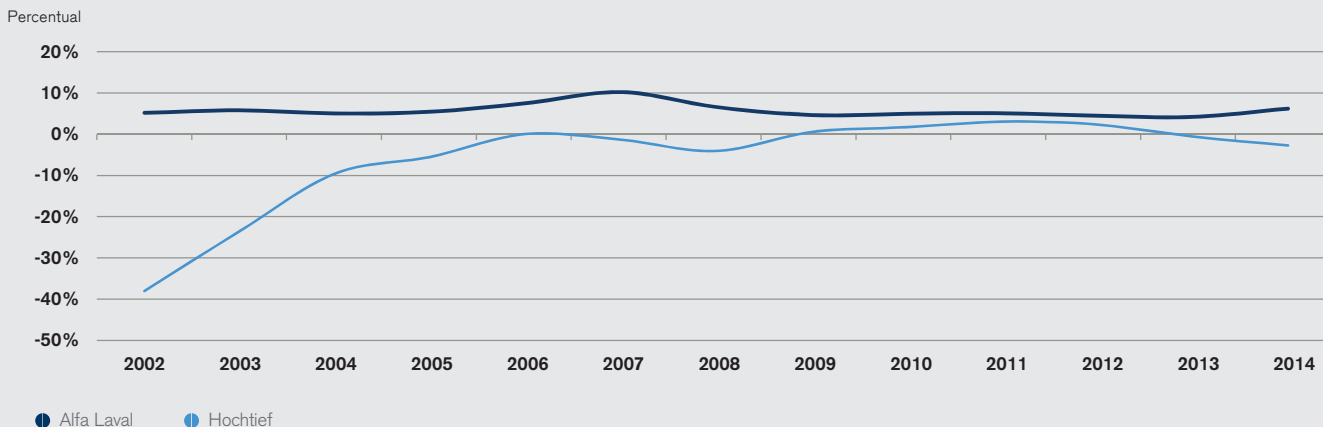
CFROI da Alfa Laval vs. Hochtief



Fonte: Dados da empresa, Credit Suisse HOLT

Figura 28

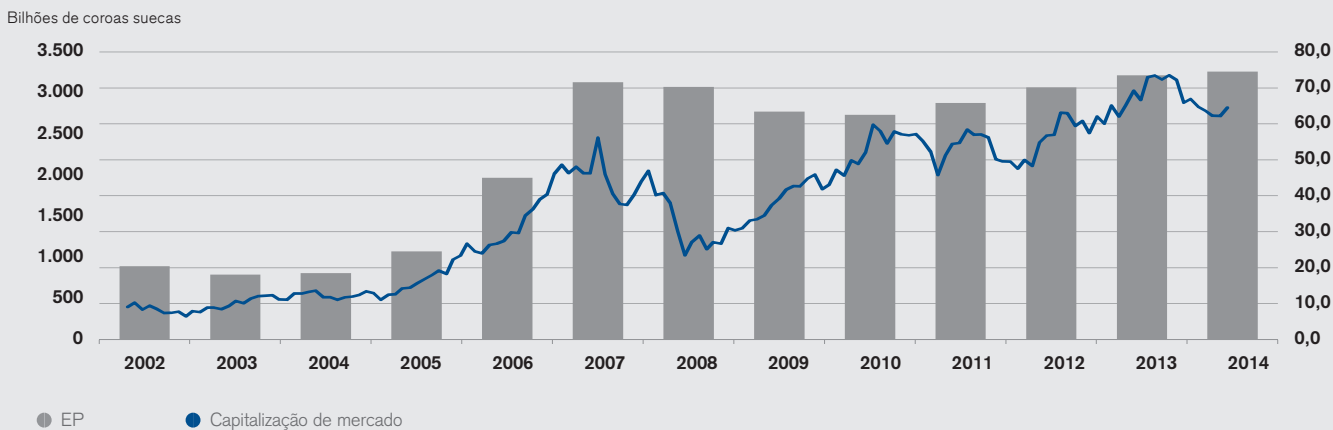
Lucro econômico da Alfa Laval como percentual do EV vs. Hochtief



Fonte: Dados da empresa, Credit Suisse HOLT

Figura 29

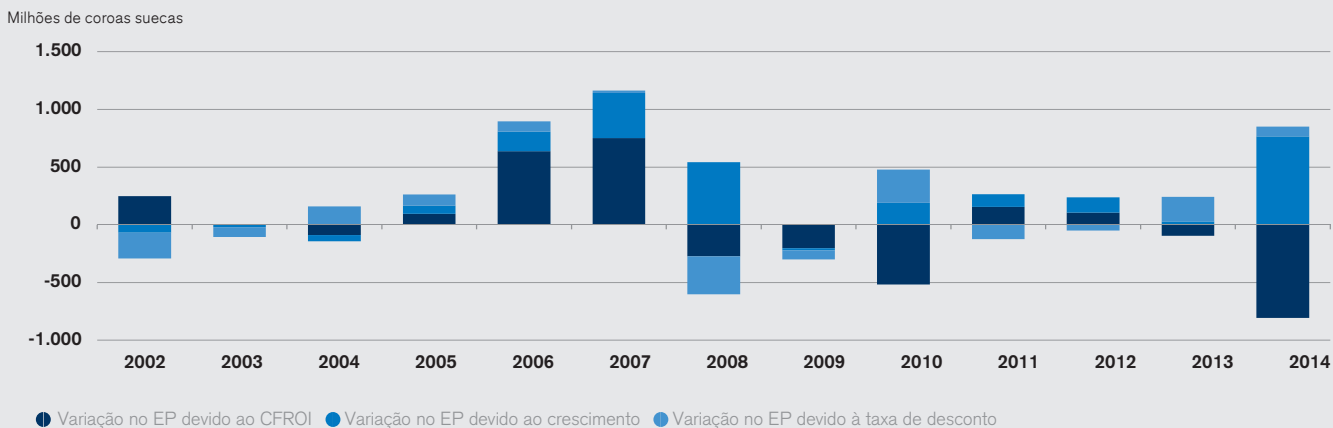
Lucro econômico da Alfa Laval vs. capitalização de mercado



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse HOLT

Figura 30

Determinantes do EP da Alfa Laval



Fonte: Credit Suisse HOLT

ESTUDO DE CASO DA ÁSIA

Sino Biopharmaceutical em comparação à CR Sanjiu Pharma

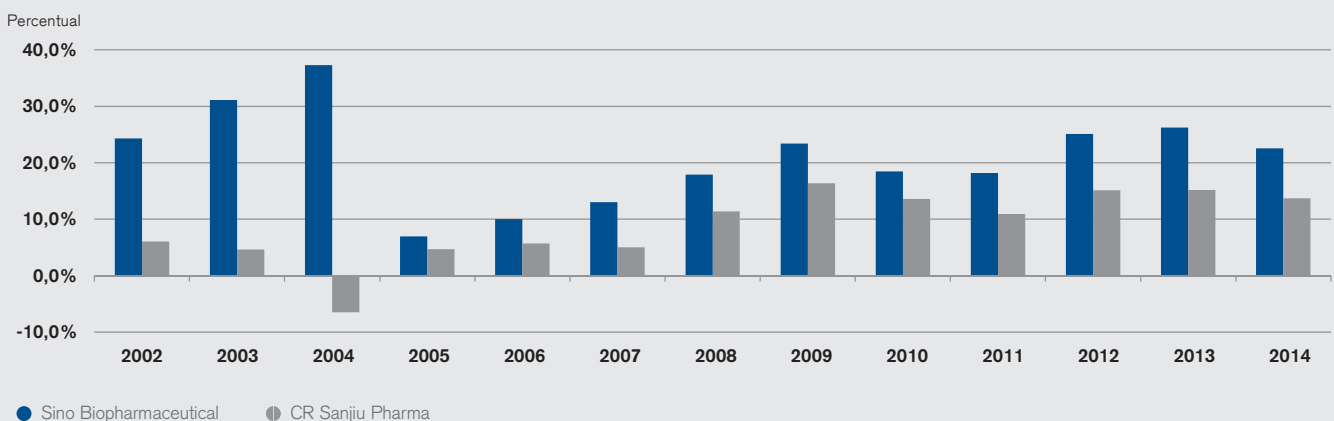
A Sino Biopharmaceutical é uma empresa farmacêutica integrada chinesa que desenvolve, fabrica e comercializa medicamentos para hepatite, doenças cardíacas e cerebrais e outras moléstias, como tumores e diabetes. A empresa foi fundada em 2000 por Tse Ping, que detém, com sua esposa, participação de 40,7% após a oferta pública inicial (IPO) da empresa.

Neste relatório, comparamos a Sino Biopharmaceutical à CR Sanjiu Pharma, empresa farmacêutica estatal fundada em 1999 e localizada em Shenzhen. Conforme visto nas Figuras 35 e 36, a Sino Biopharmaceutical demonstra geração excepcional de CFROI e de lucro econômico em termos de percentual do valor da empresa durante todo o período de 2002 a 2014.

Novamente, vemos a correlação íntima entre a geração de lucro econômico e o preço das ações (Figura 33). O lucro econômico da Sino Biopharmaceutical aumentou 28 vezes desde 2001, fato motivado principalmente por um aumento na base de ativos e por uma melhoria nos CFROIs posteriores a 2005. No mesmo período, a capitalização de mercado da empresa subiu de 660 milhões de dólares de Hong Kong no encerramento do exercício de 2001 para os quase 45 bilhões de dólares de Hong Kong atuais.

Figure 31

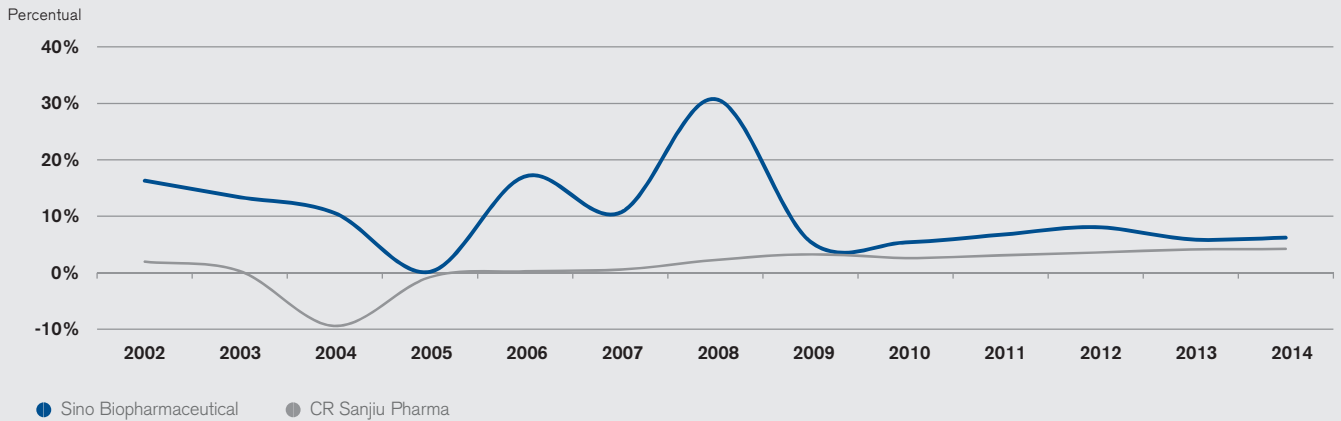
CFROI da Sino Biopharmaceutical vs. CR Sanjiu Pharma



Fonte: Dados da empresa, Credit Suisse HOLT

Figura 32

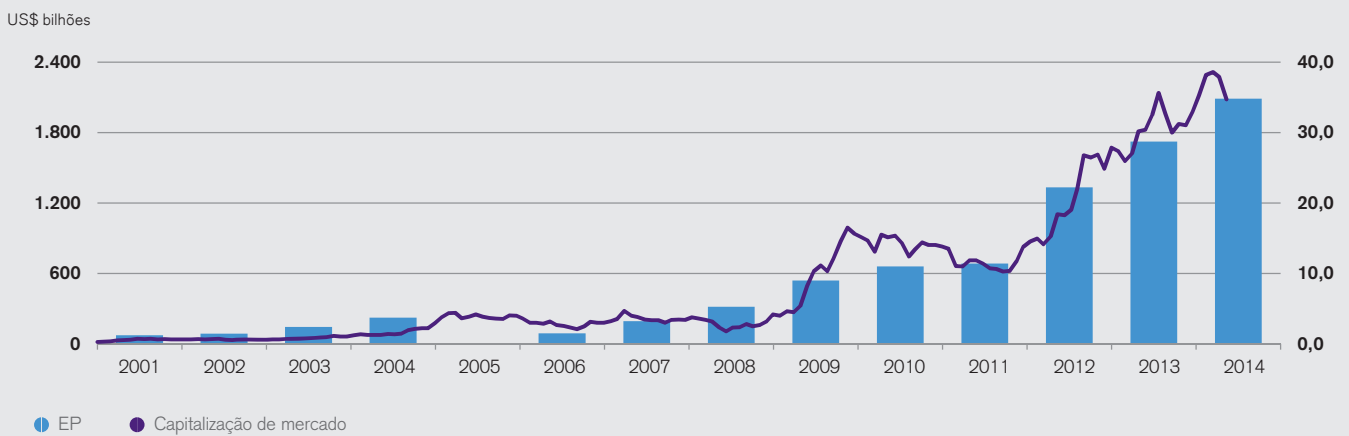
Lucro econômico da Sino Biopharmaceutical como percentual do EV vs. CR Sanju Pharma



Fonte: Dados da empresa, Credit Suisse HOLT

Figura 33

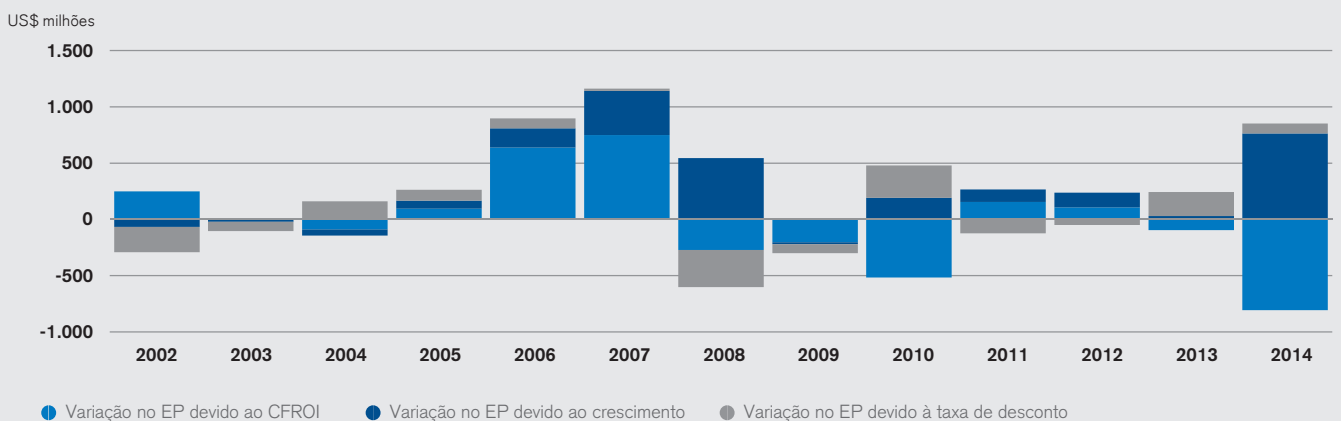
Lucro econômico da Sino Biopharmaceutical vs. capitalização de mercado



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse HOLT

Figura 34

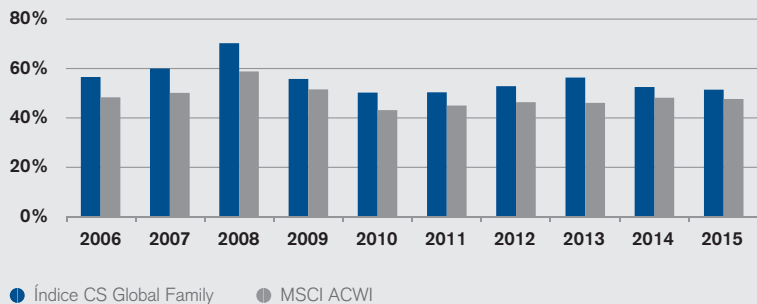
Determinantes do EP da Sino Biopharmaceutical



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse HOLT

Figure 35

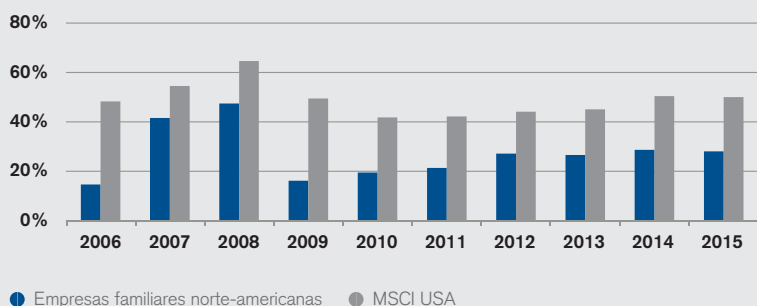
Dívida líquida/patrimônio – Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS



Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 36

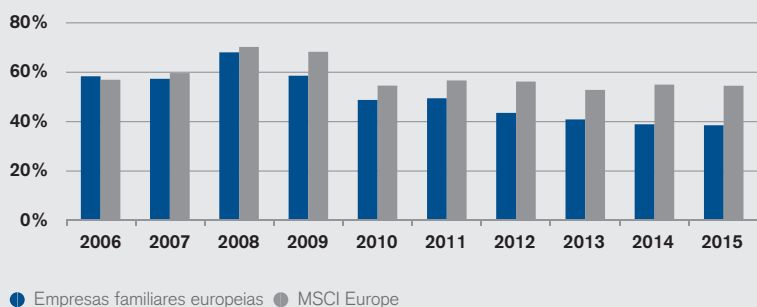
Dívida líquida/patrimônio – Empresas familiares norte-americanas



Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 37

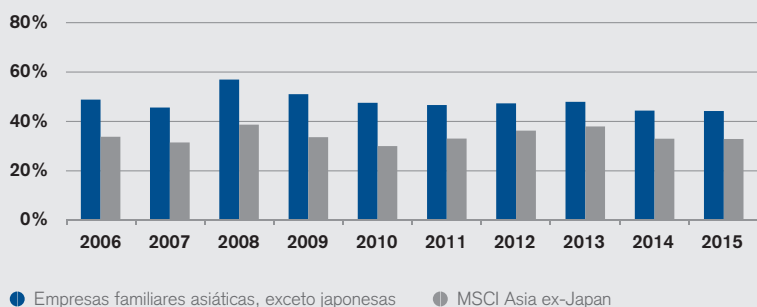
Dívida líquida/patrimônio – Empresas familiares europeias



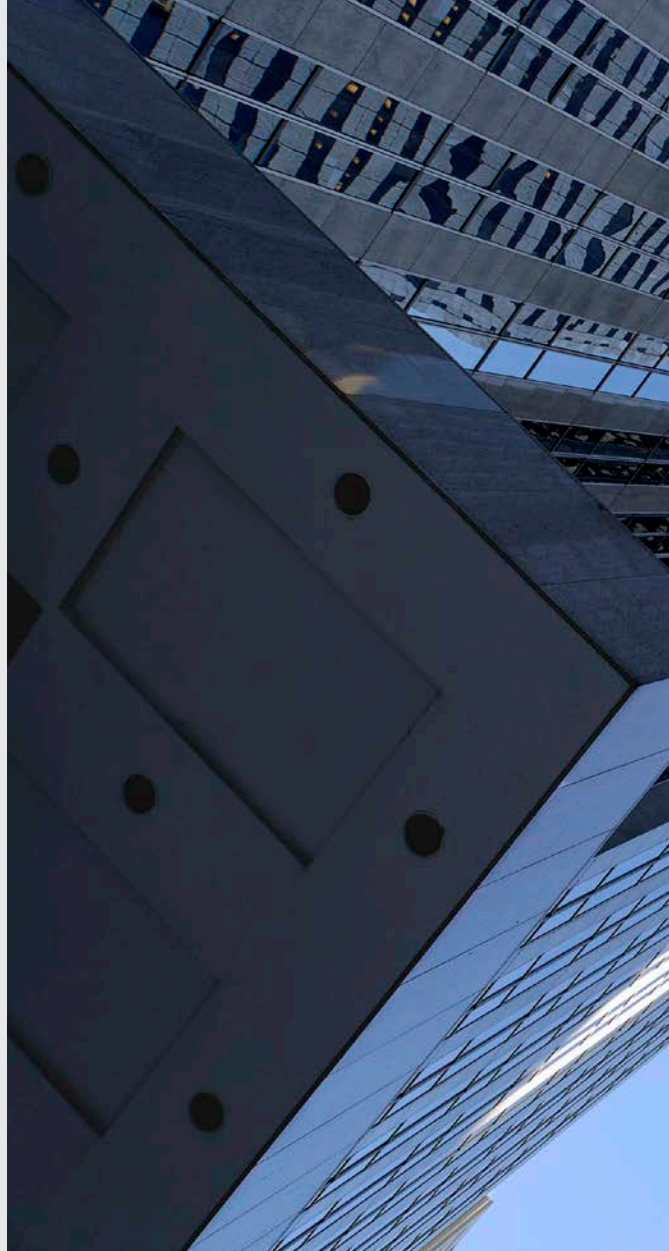
Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 38

Dívida líquida/patrimônio – Empresas familiares asiáticas, exceto japonesas



Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.



Alavancagem – menor nos EUA e na Europa, conforme o esperado

Muito já foi realizado em termos de pesquisa acadêmica de empresas familiares que dependem de financiamento interno para crescer e investir de forma a preservar a propriedade e a independência. Nossa análise mostra que isso é verdade para empresas familiares norte-americanas e europeias, ao passo que as empresas familiares asiáticas dependem mais de financiamento e alavancagem externos. A crise financeira de 2008 levou a uma rápida redução da alavancagem em empresas familiares tanto norte-americanas quanto europeias em termos absolutos e em relação a empresas não familiares (Figuras 36 e 37), e isso ilustra de forma ainda mais clara as características mais conservadoras de administração e estratégia dessas companhias. Durante todo o período de 9 anos mostrado abaixo, vemos que as empresas familiares europeias dependeram de alavancagem substancialmente maior em comparação às dos EUA. Isso é parcialmente explicado pelo fato de que as empresas europeias, em média, possuem uma maior proporção de ativos tangíveis em relação às empresas norte-americanas, que possuem mais propriedade intelectual (PI) e ativos intangíveis (devido ao maior peso do setor tecnológico) em seus balanços patrimoniais.



Os índices de alavancagem mais elevados das empresas europeias também podem ser explicados pelos retornos e pela geração de fluxo de caixa mais voláteis observados anteriormente e, portanto, pela maior utilização de financiamento externo para custear as exigências de capital de giro. Porém, a Figura 36 mostra claramente como as empresas familiares norte-americanas responderam e ajudaram a impulsionar a recuperação econômica por meio da captação de dívida para financiar o crescimento.

Vemos uma alavancagem mais elevada na Ásia em comparação ao índice de referência (Figura 38). Existem três prováveis motivos em nossa opinião. Primeiramente, as empresas são relativamente novas na região e, por isso, os fundadores ainda tentam manter o controle e financiar o crescimento em vez de diluir os riscos. Em segundo lugar, como vemos na Figura 38, as empresas são menores em termos de valor de mercado e podem não ter precisado de tanto financiamento para crescer. E, em terceiro lugar, os fundadores podem não ter tido acesso a poupança, ao capital fornecido pelas redes familiares ou a outros meios. Destacamos que muitas empresas chinesas recorreram a um maior financiamento de capital de risco como fonte de financiamento para seu desenvolvimento.

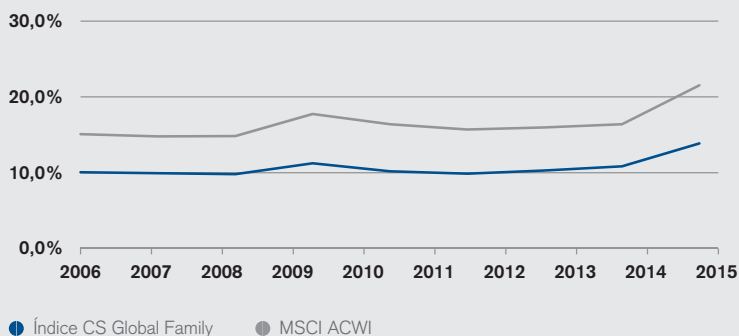
Intensidade de P&D

As conclusões de pesquisas acadêmicas são ambíguas em sua tentativa de determinar se as empresas familiares demonstram uma maior intensidade nos investimentos em P&D ou se elas são mais conservadoras em seus gastos com P&D devido à limitação de acesso ou de utilização de financiamento externo. O desejo de proteger a independência e o status quo talvez agrave a troca compensatória entre o processo de P&D, os investimentos e o fluxo de caixa disponível para o pagamento de dividendos.

Nossas conclusões não são ambíguas. Utilizando a base de dados do CS HOLT, descobrimos que o investimento de empresas familiares em P&D, medido pela relação P&D capitalizado/vendas, ficou, em média, 5% a 6% abaixo da intensidade de dos investimentos em P&D das empresas do Índice MSCI ACWI, isto é, 30% a menos em termos absolutos. Quando os dados são ajustados por setor, vemos que esse valor ficou 17% abaixo da média em 2014. A Figura 39 mostra que esse *spread*, na verdade, foi ampliado desde a crise financeira de 2008, sustentando o argumento de um estilo de administração mais conservador e com um impulso mais lento no compromisso relacionado a P&D por parte das empresas familiares na esteira da crise, e refletindo a redução da alavancagem discutida acima.

Figura 39

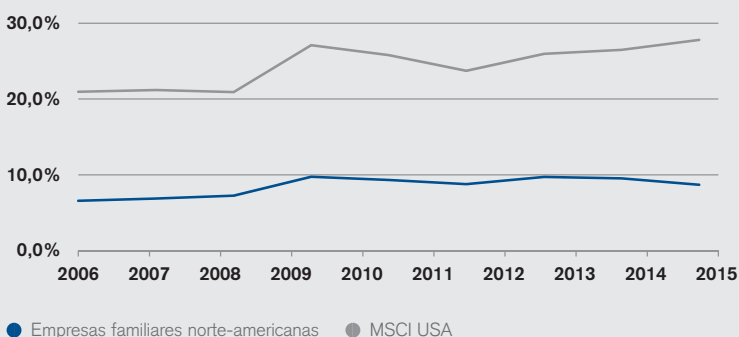
P&D/Faturamento – Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS



Fonte: Credit Suisse HOLT, Credit Suisse Research Institute

Figura 40

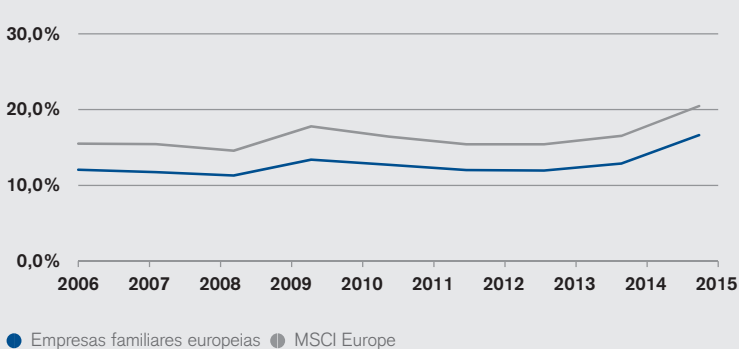
P&D/Faturamento – Empresas familiares norte-americanas



Fonte: Credit Suisse HOLT, Credit Suisse Research Institute

Figura 41

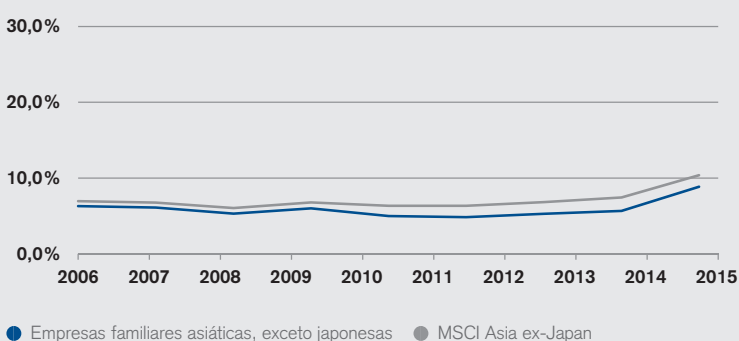
P&D/Faturamento – Empresas familiares europeias



Fonte: Credit Suisse HOLT, Credit Suisse Research Institute

Figura 42

P&D/Faturamento – Empresas familiares asiáticas, exceto japonesas



Fonte: Credit Suisse HOLT, Credit Suisse Research Institute

Nossa análise também mostra que essa menor intensidade de investimento em P&D em empresas familiares é uma característica observada em todas as regiões. Desde 2006, constatamos que a média da relação P&D/vendas encontra-se em 5% e 10% nos EUA e nos países da Ásia, exceto o Japão, sendo que os níveis asiáticos acompanham de perto os níveis de referência, com apenas 120 pontos-base de diferença em relação à média desde 2006 - um reflexo do grande peso, em geral, das empresas familiares na Ásia. Entretanto, observamos uma variação muito maior nos Estados Unidos, onde, apesar de o índice P&D/vendas também varia entre 5% e 10%, essa variação está 16% abaixo da referência em termos de vendas, um dado bastante significativo. Em outras palavras, a intensidade dos investimentos em P&D em empresas familiares nos EUA representa efetivamente apenas um quarto dos níveis de referência. A Figura 13 ilustra que essas mesmas empresas geraram um retorno sobre o patrimônio líquido em média 250 pontos-base menor no período de 2006 a 2014. A discrepância entre os níveis de investimento em P&D e os retornos sugeririam, em nossa opinião, que as empresas familiares nos EUA são muito mais eficientes em suas escolhas e prioridades de P&D, e não que esse diferencial seja simplesmente um reflexo da administração conservadora.

Com relação à Europa, observamos níveis muito mais elevados de investimento em P&D nas empresas familiares na Figura 41, com média de 12,8% do volume de vendas nos últimos nove anos, apesar de esse patamar continuar próximo de 4% abaixo do índice de referência. Como percentual das vendas, no entanto, isso é mais do que o dobro do nível de empresas familiares norte-americanas. A exposição a setores diferentes é, no mínimo, parte da explicação, considerando o peso muito maior de empresas do setor de assistência médica no nosso universo de empresas familiares europeias em comparação ao universo de empresas familiares dos EUA. No setor de assistência médica, o índice de P&D capitalizado é geralmente o dobro em comparação ao do setor de tecnologia e o triplo em comparação ao setor de bens de consumo discricionário.

Uma explicação interessante para os diferentes perfis de P&D apresentada por Kotlar, Fang, De Massis e Frattini é que os administradores tendem a aumentar os gastos com P&D quando não atingem as metas de lucratividade. Caso o principal objetivo de um proprietário de empresa familiar seja manter o controle e não maximizar o lucro, há menos incentivo para aumentar os gastos com P&D de forma a aumentar os retornos ou, pelo menos, os retornos de curto prazo. Esse argumento também serve para explicar, ao menos em parte, a diferente concentração de investimentos em P&D.

As empresas familiares são melhores em M&A?

Se as empresas familiares normalmente dependem mais de fontes de financiamento internas e se os projetos de investimento relativo e/ou as aquisições competem por mais recursos limitados, seria de se esperar que os



administradores de empresas tomassem decisões de investimento ideais e que os retornos sobre os investimentos e aquisições fossem, portanto, maiores ou mais eficientes. Se as empresas familiares se concentram mais no crescimento orgânico do que em aquisições, será que isso poderia ser demonstrado em termos de vendas? Novamente, utilizando a base de dados do Credit Suisse HOLT e o scorecard de M&A, percebemos diferenças marcantes tanto no nível de atividade de M&A quanto no sucesso da atividade de M&A quando ela ocorre.

Medimos a atividade de M&A no universo de empresas familiares e comparamos com empresas não familiares da base de dados do CS HOLT. Descobrimos que, desde 1990, as empresas familiares gastaram uma média de 2,1% de suas vendas em M&A anualmente, em comparação a 5,8% para empresas não familiares. Esse percentual de 2,1% é mais do que 60% inferior, em termos absolutos, ao gasto de 5,8% e caminha lado a lado com o menor investimento em P&D que sustenta a interpretação de conservadorismo e a dependência do crescimento orgânico em vez do crescimento motivado por aquisições.

Utilizando o scorecard do Credit Suisse HOLT, podemos medir o aumento ou a queda do CFROI no período de três anos após a aquisição, bem como o crescimento. Além disso, o scorecard avalia o preço relativo pago para determinar se o preço de aquisição foi alto ou baixo. Embora outros fatores também contribuam para o sucesso ou não de uma operação de M&A, o desempenho superior relativo de compradores de empresas familiares é impressionante. O aumento médio no CFROI é de 21% em empresas familiares após três anos em comparação a 9% de todos os compradores. Igualmente, o crescimento alcançou a média de 22% após três anos para compradores de empresas familiares em comparação a apenas 7% para todas as empresas.

Os compradores das empresas familiares também demonstram melhor habilidade de precificação do que os compradores da média das empresas, como mostra a Figura 43. As melhorias mais acentuadas no CFROI três anos após a aquisição correspondem aos CFROIs normalmente maiores que observamos em empresas familiares.



Então quais são os pontos negativos para empresas familiares?

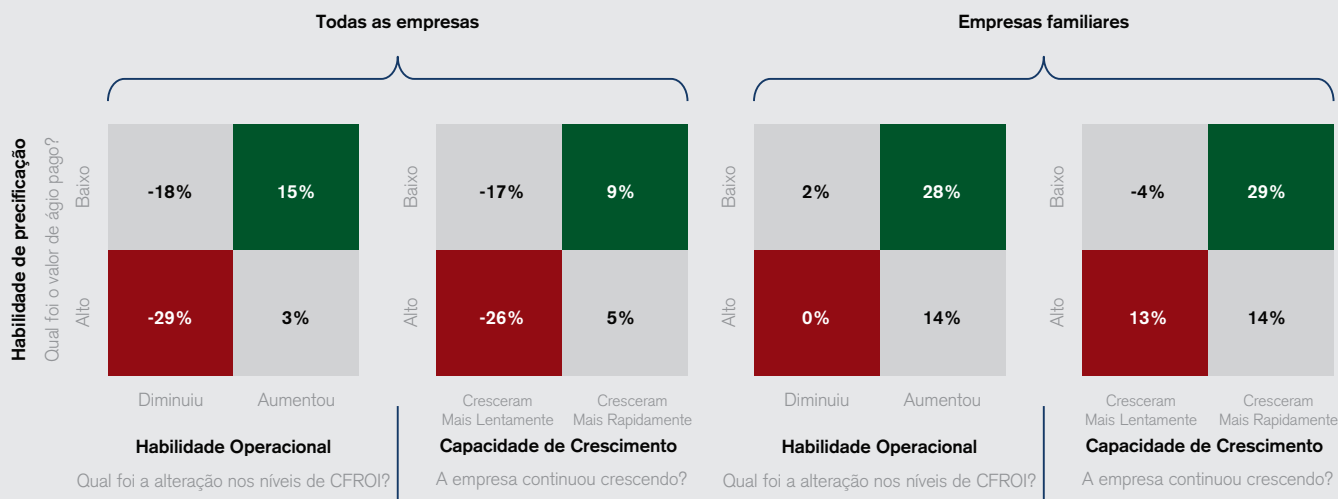
Existe algum ponto negativo? Sim, com certeza, e referem-se principalmente a deficiências de governança corporativa e à incapacidade de os acionistas minoritários controlarem ou exercerem boa influência sobre os proprietários administradores. Embora esses riscos possam ser percebidos como maiores do que de fato são, gostaríamos, contudo, de ressaltar alguns exemplos recentes que ilustram essas preocupações.

O Banco do Espírito Santo (BES), o maior banco de Portugal em termos de ativos, entrou em colapso em agosto de 2014. A família Espírito Santo detinha 25%

Figura 43

Comparação do histórico de M&A de todas as empresas vs. empresas familiares

Excedente de retorno médio total aos acionistas nos 3 anos após a aquisição



Fonte: Credit Suisse HOLT



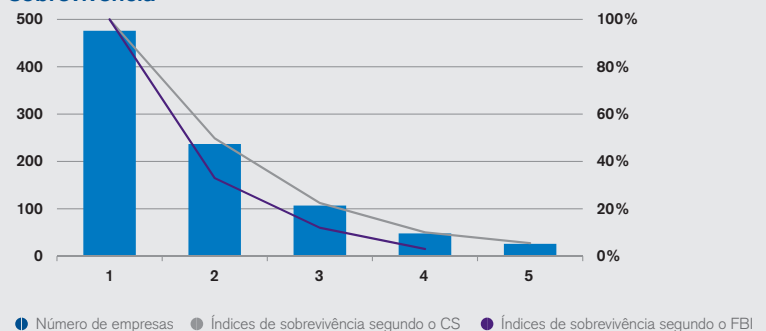
do BES por meio de holdings, uma das quais, o Espírito Santo Financial Group, entrou ela própria em recuperação no final de julho de 2014 depois de não cumprir as obrigações de dívida de curto prazo em meio a relatórios de irregularidades contábeis publicados na mídia (Financial Times (FT), 30 de maio de 2014). Isso destaca os riscos representados por proprietários que sejam partes relacionadas e operações com partes relacionadas que os acionistas minoritários não podem influenciar.

Eventos recentes na Suécia ressaltam os riscos potenciais de uma administração concentrada e da ausência de um conselho realmente independente. Embora não seja uma empresa familiar, a natureza fechada da estrutura societária da Industrivarden foi criticada como um risco de Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS e índices de sobrevivência governança corporativa após ter sido divulgado pela imprensa que executivos da empresa fizeram uso pessoal de jatos corporativos e que diretores aprovavam as despesas uns dos outros (FT, 27 de abril de 2015). Embora não estejamos sugerindo que as empresas familiares atuam de forma semelhante à dos diretores da Industrivarden, um grupo relativamente fechado de administradores e diretores pode apresentar riscos semelhantes aos acionistas minoritários.

A contratação de familiares sem qualificação e com salários exorbitantes normalmente é citada como um risco específico em empresas familiares. Embora reconheçamos esse fato e as dificuldades específicas de se demitir familiares com baixo desempenho no contexto das relações familiares mais amplas, testemunhamos um nível cada vez maior de educação e qualificação profissional nas gerações que assumem a empresa após a saída do empreendedor-fundador. Essas questões são,

Figura 44

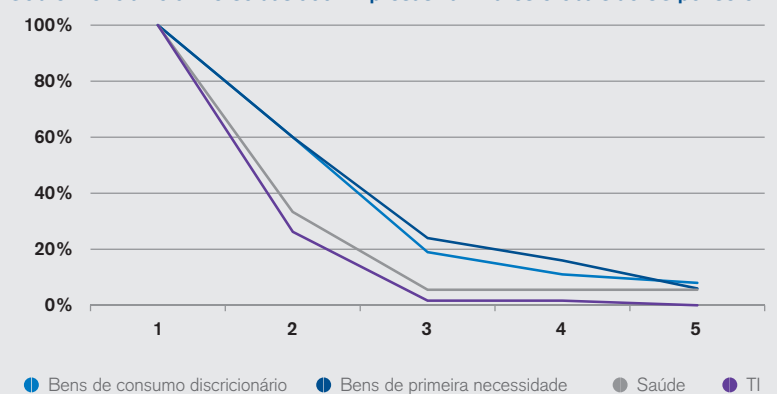
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS e índices de sobrevivência



Fonte: Credit Suisse research, Family Business Institutes

Figura 45

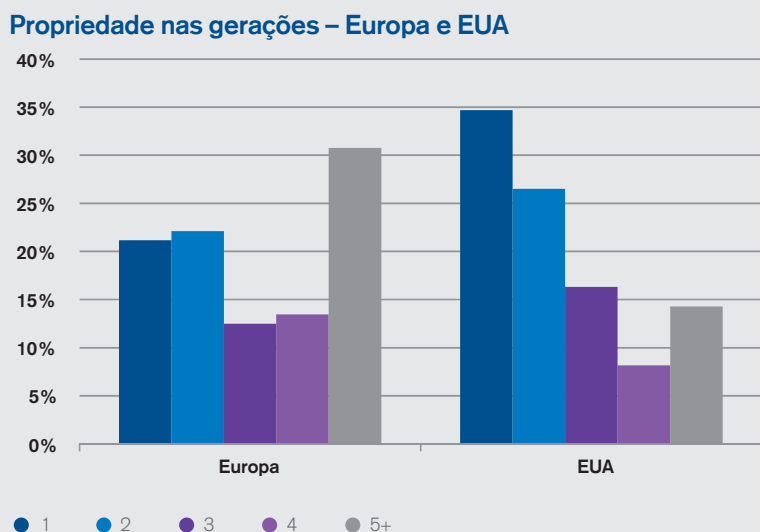
Sobrevivência no universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS por setor



Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

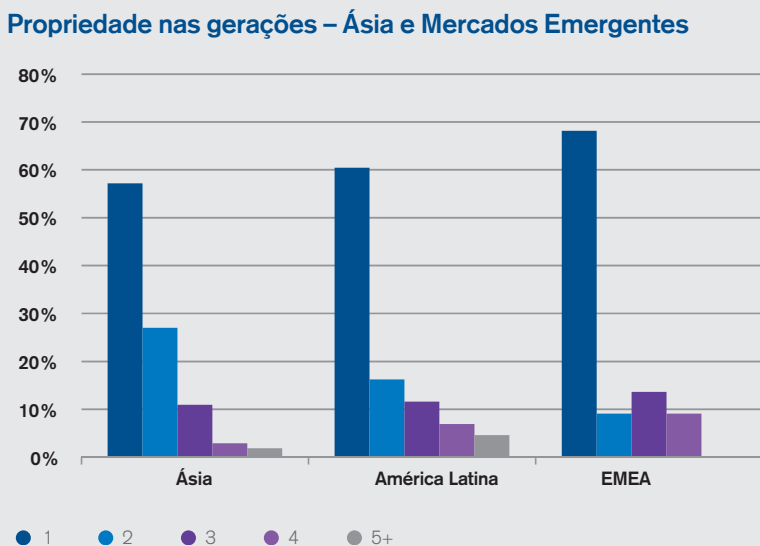


Figura 46



Fonte: Credit Suisse Research Institute

Figura 47



Fonte: Credit Suisse Research Institute

obviamente, mais importantes quando as famílias detêm uma participação maior na empresa.

Várias empresas familiares oferecem diferentes classes de ações, em geral ações sem direito a voto, a acionistas externos. Essa tem sido uma tendência em muitas empresas de tecnologia que realizaram IPOs nos últimos anos, permitindo que os fundadores se desfizessem de parte de sua participação societária e, mesmo assim, garantissem o controle. A Renault AGM foi um exemplo das desvantagens de diferentes propostas de direito a voto quando o governo francês utilizou a Lei de Florange para garantir o direito a voto em dobro para a sua participação de 15% na empresa. A lei citada dá aos acionistas das empresas francesas listadas na bolsa há mais de dois anos o direito de dobrar seu direito a voto.

Considerando que a maioria das ações no varejo são ações ao portador detidas por grandes acionistas e, especialmente, por acionistas importantes cujos nomes constam no livro de registro, essa lei serviu para arraigar e concentrar ainda mais o controle familiar. Atualmente, a maioria das empresas familiares da França possui o direito a voto em dobro. A exceção mais notável é a L’Oreal, que, em abril de 2015, votou para manter a proporção de uma ação, um voto. A adoção do direito a voto em dobro para recompensar os investidores de longo prazo é um claro aspecto negativo em nossa opinião.

O risco da sucessão e o índice de sobrevivência das empresas

A sucessão e os riscos comerciais acerca da sucessão em uma empresa familiar são citados como um possível e importante custo para os investidores externos. Analisamos várias companhias para verificar se há evidências dos desafios que as empresas familiares enfrentam quando passam da geração de patrimônio para a transferência de patrimônio por meio de herança. Das 920 empresas em nosso universo, 384, ou 42%, tiveram ações registradas em bolsa depois do ano 2000. Na verdade, 3% foram listadas nos últimos cinco anos. A grande maioria dessas empresas eram asiáticas, fato que ressalta o desenvolvimento econômico mais recente da região e o papel do empreendedorismo estabelecido há muito tempo. O número maior de empresas asiáticas em comparação a empresas europeias e norte-americanas também é explicado pelo estado de depressão dos

mercados de capitais nos últimos anos e pela relutância dos fundadores e das famílias dos EUA e da Europa em vender papéis pelos valores determinados nessas avaliações.

Se supusermos que uma geração dura 25 anos – ela poderá muito bem ser mais longa no caso do fundador/empreendedor original –, conseguiremos estimar qual geração “detém” o controle da empresa familiar atualmente. Mostramos isso na Figura 44, ao lado dos índices de sobrevivência relativos à primeira geração. O detalhamento por geração das empresas incluídas em nosso universo de 920 empresas é muito semelhante ao das estatísticas apresentadas pelo Family Business Institute, segundo as quais apenas 33% das companhias passam para a segunda geração da família, 12% para a terceira geração e apenas 3% para a quarta geração. Nossa cesta mostra 50%, 22% e 10%, respectivamente.

Conforme observamos acima, as empresas dos setores que têm maior Propriedade Intelectual (PI), como as de assistência médica e saúde e de TI (dependentes do know-how do fundador), mostram que as famílias vendem antes do que as companhias de setores cujos modelos de negócios dependem de ativos mais tangíveis. Em nossa pesquisa, observamos evidências desses riscos sucessórios refletidos nos menores retornos do preço das ações e na qualidade contábil mais baixa, principalmente na administração da segunda geração, e discutimos esses riscos abaixo.

Obviamente, os índices de sobrevivência e a transição geracional dessas empresas não dependem apenas da estrutura acionária e de uma administração familiar bem-sucedidas. Em nosso ponto de vista, o papel do Estado é fundamental para respaldar o desenvolvimento da propriedade familiar em muitas áreas. Por exemplo, o Japão, a França, a Alemanha, a Turquia e a Suíça permitiram que as empresas familiares prosperassem apesar da forte presença estatal na economia. A Alemanha possui leis fiscais relacionadas à herança muito benéficas, que permitem que as famílias mantenham o controle total ou altamente concentrado de suas empresas, o que não é possível em economias com normas fiscais relacionadas à herança mais onerosas.

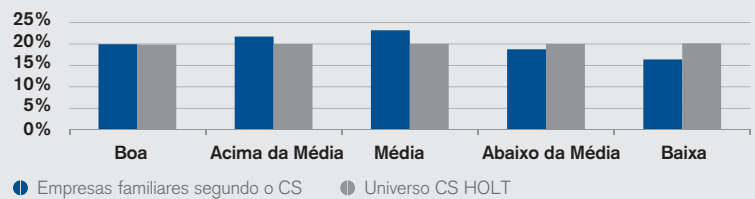
O Estado também já representou um entreve ao empreendedorismo em outros casos. China e Rússia, exemplos óbvios de propriedade comunista de bens, só permitiam o microempreendedorismo. Nesses países, o governo ainda mantém uma forte presença por meio da propriedade de ativos e da regulamentação. Como resultado, qualquer comparação entre os índices de sobrevivência das empresas familiares ou a transferência de controle para as gerações seguintes na Ásia, na EMEA e em outros mercados fica, em grande parte, distorcida.

A qualidade contábil é, de fato, excelente

Conseguimos analisar os indicadores proprietários utilizando o CS HOLT como medida alternativa para avaliar a governança corporativa e os riscos reais representados pelos interesses dos controladores familiares em comparação aos dos acionistas externos. Após utilizarmos a análise contábil do CS HOLT para medir os possíveis custos de agência ou para detectar discrepâncias reais

Figura 48

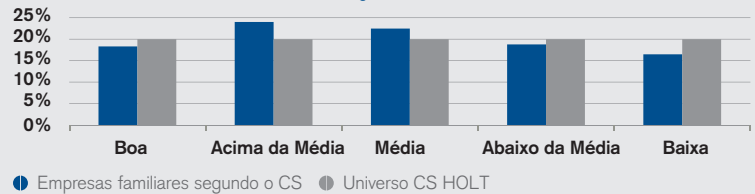
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – qualidade contábil geral



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 49

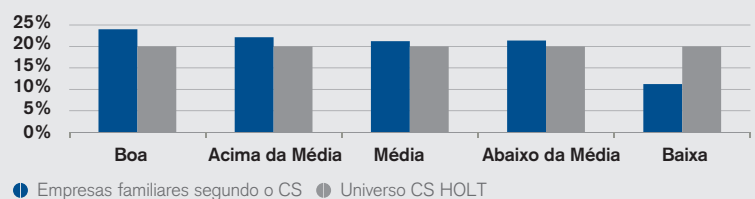
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – qualidade contábil da depreciação



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 50

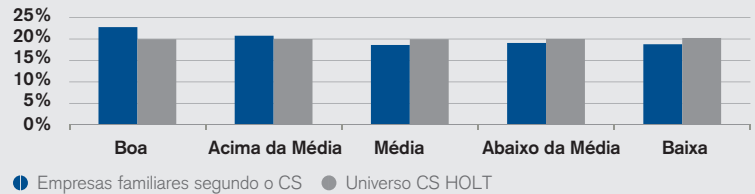
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – contas a receber



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 51

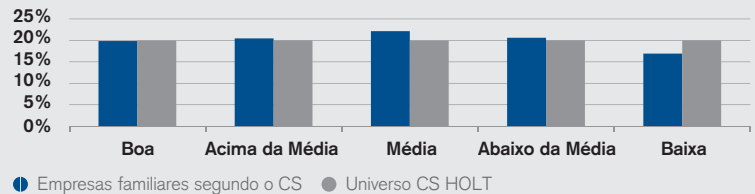
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – contas a pagar



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 52

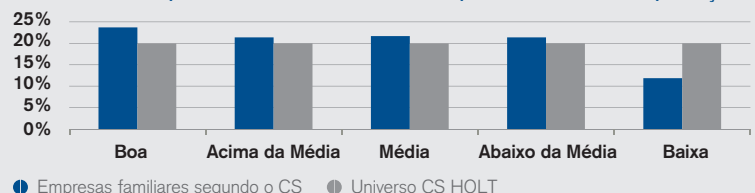
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – reconhecimento de receita



Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 53

Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – qualidade contábil da depreciação



Fonte: Credit Suisse HOLT

nas práticas contábeis, fatores contrários aos interesses dos acionistas minoritários, não verificamos nenhuma prova disso. De fato, a qualidade contábil (Figura 48) em empresas familiares normalmente é superior à do universo do CS HOLT em geral, com 67% das empresas tendo classificação Média ou superior, em comparação a 60% das empresas do CS HOLT como um todo (empresas classificadas em quintis).

Quando consideramos parâmetros contábeis mais detalhados, também observamos essas práticas superiores em empresas familiares. As contas a receber também mostram que 67% dessas empresas têm classificação Média ou superior, juntamente com 64% para contas a pagar. Isso também pode sugerir uma melhor administração do capital de giro. Da mesma forma, 65% das empresas familiares foram classificadas como médias ou superiores em termos de reconhecimento de receita e 62% em termos de reconhecimento de despesas, indicando boa transparência e confiabilidade de suas demonstrações financeiras. A partir desse ponto de vista contábil, acreditamos que alguns dos riscos de governança corporativa percebidos podem ser exagerados e que existe um melhor alinhamento de interesses entre os membros das famílias e os acionistas minoritários do que pode ser compreendido.

Diversidade

Para além de nosso relatório “CS Gender 3000”, de setembro de 2014, analisamos se as empresas familiares apresentam níveis mais elevados de diversidade, como sugerem pesquisas acadêmicas. Encontramos resultados muito interessantes, que demonstram claramente níveis mais altos de representação feminina nos conselhos de administração e na alta administração das empresas familiares nos Estados Unidos e na Ásia. Por outro lado, vemos um número menor de conselheiras na Europa, o que mostra tanto a resposta mais lenta das empresas familiares às quotas e metas obrigatórias atuais e, talvez, a inexistência de mulheres disponíveis na família para preencher esses cargos. Na América Latina, a diversidade é menor em empresas familiares, tanto no conselho quanto na administração. Essa situação ressalta os determinantes culturais de diversidade que discutimos no relatório “CS Gender 3000”.

Figura 54

Diversidade em empresas familiares

	Conselhos			Alta administração	
	2010	2011	2012	2013	2013
América do Norte	15,4%	16,0%	16,8%	18,2%	16,2%
Europa	12,1%	14,0%	16,6%	19,4%	15,0%
Ásia Desenvolvida	7,4%	7,9%	8,6%	9,0%	13,2%
Ásia Emergente	7,6%	8,0%	8,0%	8,8%	15,4%
América Latina	6,0%	6,0%	5,6%	5,0%	5,9%
EMEA	13,1%	12,6%	11,8%	12,6%	10,9%
Total	9,0%	9,7%	10,2%	11,2%	13,8%

Fonte: Dados da empresa, pesquisa do Credit Suisse

Figura 55

Diferença vs. Relatório CS Gender 3000

	Conselhos			Alta administração	
	2010	2011	2012	2013	2013
América do Norte	2,7%	3,1%	3,3%	4,2%	1,2%
Europa	-1,4%	-0,9%	-1,1%	-1,2%	0,3%
Ásia Desenvolvida	1,9%	1,5%	1,6%	1,2%	0,6%
Ásia Emergente	1,4%	1,5%	1,1%	0,8%	5,0%
América Latina	0,2%	-0,3%	-0,2%	-1,2%	-3,2%
EMEA	5,8%	5,3%	4,2%	4,4%	-0,5%
Total	-0,6%	-0,6%	-1,1%	-1,5%	0,9%

Fonte: Dados da empresa, pesquisa do Credit Suisse



O *case* de investimento em empresas familiares

Será que a geração de patrimônio promovida pelas empresas familiares oferece uma oportunidade de investimento para acionistas externos? O foco na preservação de caixa leva a retornos de caixa excepcionais e a um excelente desempenho no preço das ações. Nossa análise mostra que os maiores retornos no preço das ações ocorrem quando se investe com o fundador e que, subsequentemente, quando a transição geracional é realizada, há uma diminuição no valor dos papéis.

A dúvida, para os investidores, obviamente é saber se o sucesso das empresas familiares cria uma boa oportunidade de investimento para os minoritários ou se o rendimento dessas companhias é simplesmente extraído em benefício dos acionistas internos. Conforme discutido acima, com base em um cenário ajustado por setor e ponderado pelo mercado, as 920 companhias de nosso universo de empresas familiares demonstram um desempenho 47% superior em comparação ao índice MSCI ACWI durante o período de nove anos encerrado em abril de 2015 (Figura 59). Isso equivale a um retorno excedente anual de 4,5% no mesmo período.

De forma simples e ponderada equitativamente, conforme ilustra a Figura 60, nossa cesta de ações superou o índice MSCI ACWI em 351% no mesmo período, representando uma CAGR (Taxa de Crescimento Anual Composta) de 21,6% para essas ações familiares em comparação a 3,6% para o índice. Claramente, investir com proprietários de empresas familiares tem sido um ponto positivo importante também para investidores externos.

Anteriormente, lançamos o Índice CS Family Business (Código Bloomberg: CSFAM Index), que inclui 40 empresas familiares norte-americanas e europeias (mas não asiáticas) com

ações negociadas em bolsa que apresentam as características de Melhores de Sua Categoria segundo o HOLT. Desde seu lançamento, em 2007, o desempenho do índice superou o do MSCI ACWI com uma CAGR de 140 pontos-base anualmente. Esse índice não é ajustado por setor nem pelo mercado.

Percebemos que as ações das empresas familiares foram negociadas com pequenos ágios em 2014 e também desde 2006, se levamos em conta a média. Isso reflete os maiores retornos tanto em termos de ROEs quanto de CFROI que as empresas apresentam no total. Contudo, observamos diferenças regionais consideráveis entre as empresas europeias e norte-americanas de nosso universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS, que mostram retornos médios menores. Isso corrobora a pesquisa anterior, e acreditamos que os investidores externos estão preparados para pagar um pequeno ágio pelo desempenho mais estável durante o ciclo que vimos acima. Em termos de EV/EBITDA, há uma certa coerência em todas as regiões quanto ao ágio de 9% a 10% nos últimos nove anos.

Figura 56

Retornos e avaliações de empresas familiares – 2014

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/ EBITDA (x)	P/B (x)	Dívida líquida/ Patrimônio (%)	Dívida Líquida/ EBITDA (x)
Global	11,5	6,4	10,6	2,1	52,0	1,8
EUA	12,0	9,1	13,2	3,3	30,7	1,1
Europa	12,1	7,5	9,2	2,0	42,7	1,3
Ásia	10,8	5,5	9,7	1,7	44,4	1,7
América Latina	9,3	6,7	10,1	2,1	86,6	2,6
EMEA	17,9	8,1	18,6	1,8	82,6	1,9

Figura 57

Retornos e avaliações em relação ao MSCI ACWI – 2014

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/ EBITDA (x)	P/B (x)	Dívida líquida/ Patrimônio (%)	Dívida Líquida/ EBITDA (x)
Global	-4,8	1,0	12,3	-1,2	7,9	17,1
EUA	-18,2	-2,0	22,9	17,2	-39,0	-14,8
Europa	15,8	25,0	2,8	14,4	-22,3	-24,3
Ásia	-8,7	-0,4	17,0	5,3	34,5	49,2
América Latina	3,0	53,9	-8,7	33,3	41,8	8,5
EMEA	62,9	31,4	218,4	31,8	222,4	92,0

Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 58

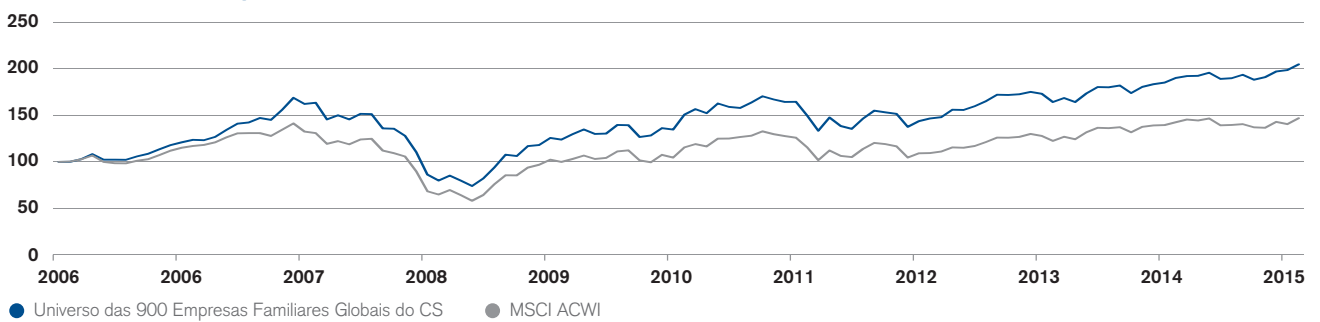
Retornos e avaliações em relação ao índice MSCI ACWI – desde 2006

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/ EBITDA (x)	P/B (x)	Dívida Líquida/ Patrimônio (%)	Dívida Líquida/ EBITDA (x)
Global	5,0	9,1	11,8	5,1	12,4	19,8
EUA	-13,8	2,7	8,1	5,9	-41,0	16,7
Europa	-13,7	-5,3	10,3	10,8	-2,6	9,9
Ásia	2,6	0,5	8,4	-6,9	41,7	47,1
América Latina	-5,5	24,8	12,0	13,8	94,8	57,7
EMEA	32,9	33,1	51,8	17,3	392,2	133,0

Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 59

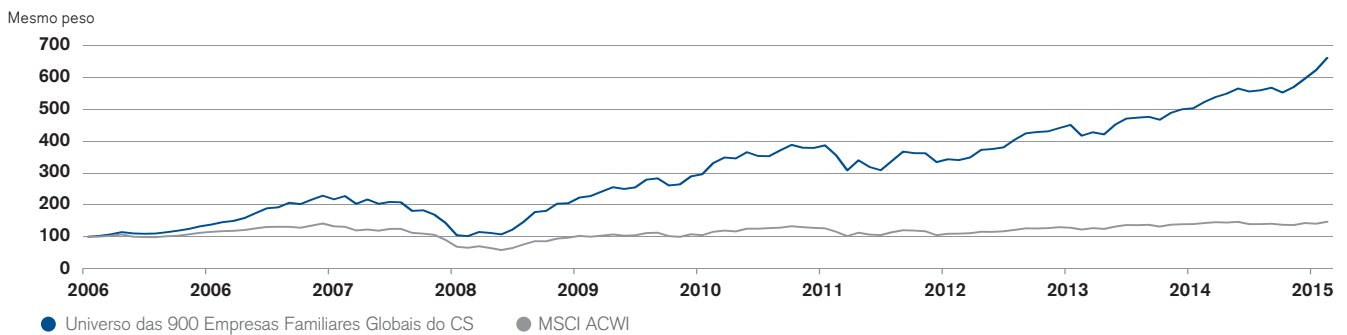
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 60

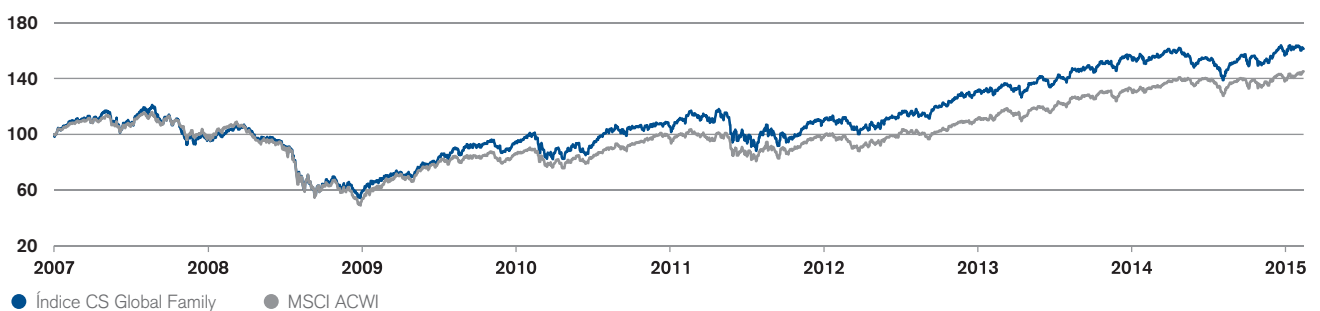
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 61

Desempenho do índice CS Family vs. MSCI ACWI



Obs.: o desempenho passado não é garantia de retornos futuros

Fonte: Credit Suisse HOLT, Bloomberg



Quando você deve investir?

Já falamos sobre os retornos do preço das ações de acordo com a idade das empresas e descobrimos que vale a pena investir com os fundadores, ou seja, nos primeiros anos de existência de uma companhia, quando há a probabilidade de um período de alto crescimento. A CAGR de empresas administradas pela primeira geração de proprietários foi de 9,0% nos últimos nove anos. Isso não significa, necessariamente, que os investidores devem automaticamente comprar ações nas IPOs dessas companhias. A Figura 62 sugere que as empresas administradas pela primeira geração de proprietários também seriam capazes de oferecer as melhores oportunidades de negociação, ou seja, volatilidade, para maximizar os retornos do preço das ações. Esse perfil de retorno inicial mais volátil acentua a natureza menos madura da empresa e a menor familiaridade dos investidores, que podem superestimar e subestimar o desempenho inicial da empresa e, assim, gerar reações exageradas ao preço das ações.

Curiosamente, a partir desse detalhamento das gerações de proprietários, descobrimos que o período de controle da terceira geração supera ligeiramente o da segunda. Isso pode ocorrer devido a questões relacionadas ao sucesso e à herança de patrimônio da primeira para a segunda geração antes que ocorra uma mudança na direção da empresa para uma gestão mais ampla e externa patrocinada pela terceira geração ou à geração do patrimônio familiar, que criaria um senso de gestão responsável em vez do senso de propriedade, também por parte da terceira geração. Em qualquer caso, nossa análise de retornos por geração de proprietários apresenta claramente a redução dos retornos na medida em que as empresas familiares amadurecem.

Dividendos

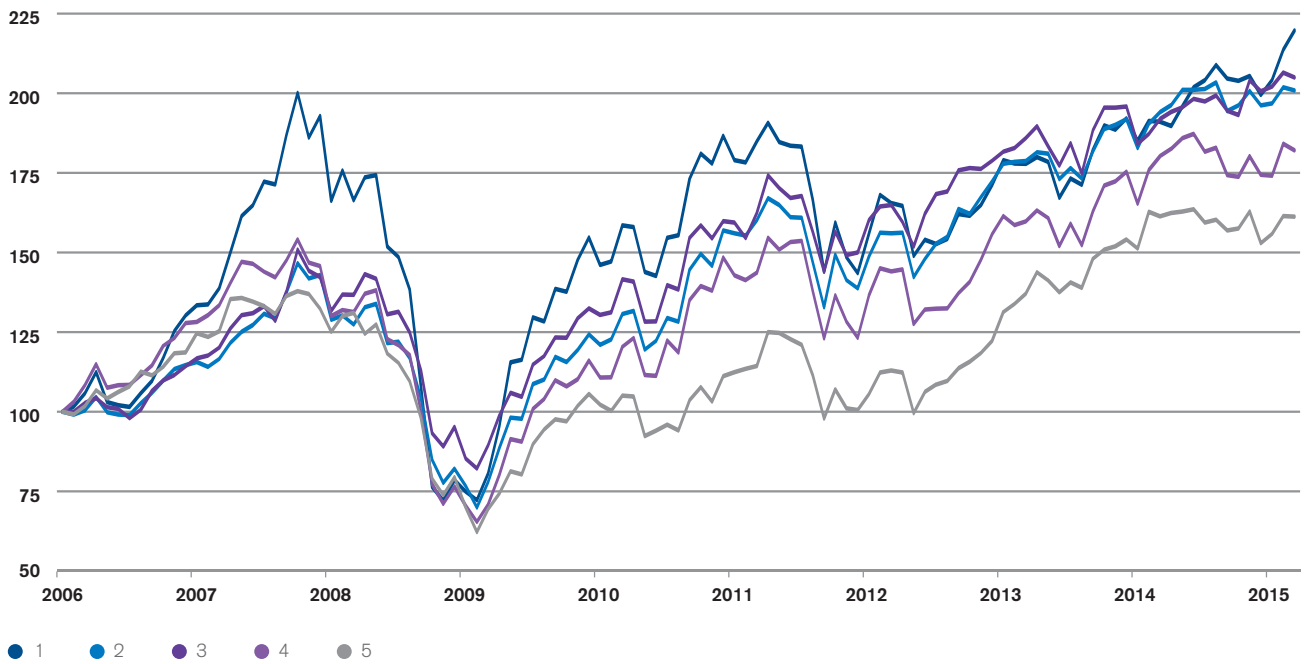
Não é nenhuma surpresa que as empresas familiares tenham menor índice de distribuição de dividendos. Pesquisas acadêmicas argumentam que uma das principais diferenças entre as empresas familiares e aquelas com propriedade mais dispersa é que as famílias querem manter o controle ou a propriedade e conseguir repassar a empresa como um legado para as futuras gerações. O fato de que as empresas não costumarem fazer a transição de uma geração para outra com sucesso (consulte a Figura 45) não afeta, necessariamente, as intenções e decisões dos fundadores ou proprietários da primeira geração. Dessa maneira, as empresas familiares conservam fontes de caixa geradas internamente e, por isso, apresentam menor intensidade nos processos de P&D e M&A, como vimos acima e, da mesma forma, têm uma menor distribuição de dividendos.

Além disso, sob o controle do fundador e das gerações iniciais, esperaríamos ver mais familiares retirando riqueza da empresa como funcionários assalariados enquanto que, nas gerações posteriores, quando o controle familiar for mais fragmentado e possivelmente houver um maior número de familiares participando do controle da companhia, veremos um maior alinhamento com os interesses dos acionistas minoritários e mais demandas relacionadas a distribuições de dividendos maiores.



Figura 62

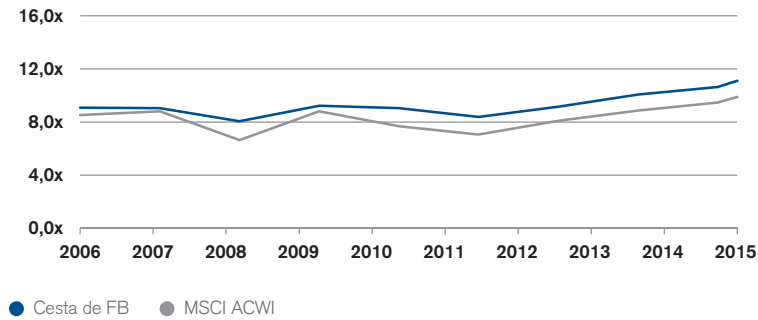
Desempenho do preço das ações de acordo com a geração controladora



Fonte: Credit Suisse Research Institute

Figura 63

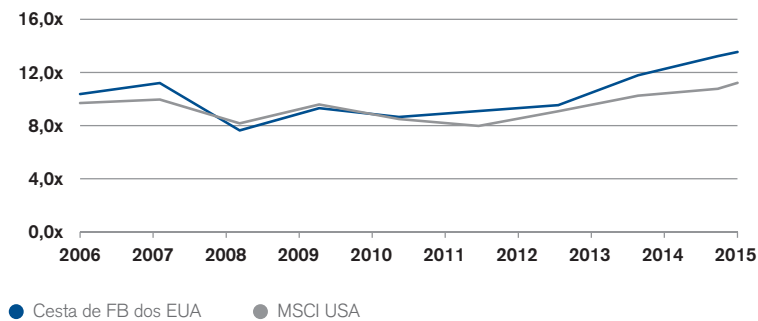
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – EV/EBITDA



Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 64

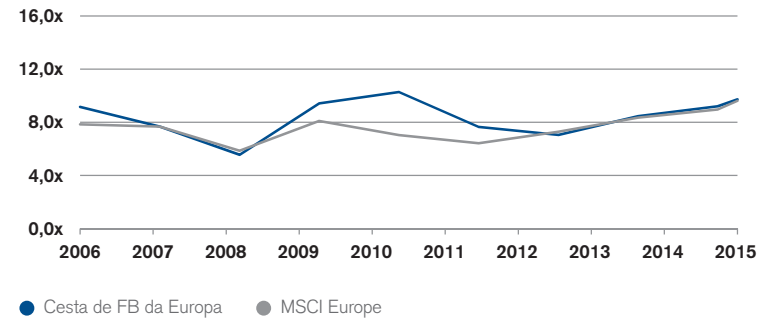
Empresas familiares norte-americanas – EV/EBITDA



Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 65

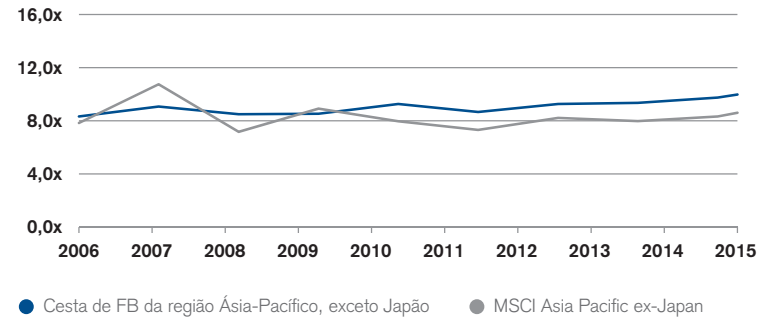
Empresas familiares europeias – EV/EBITDA



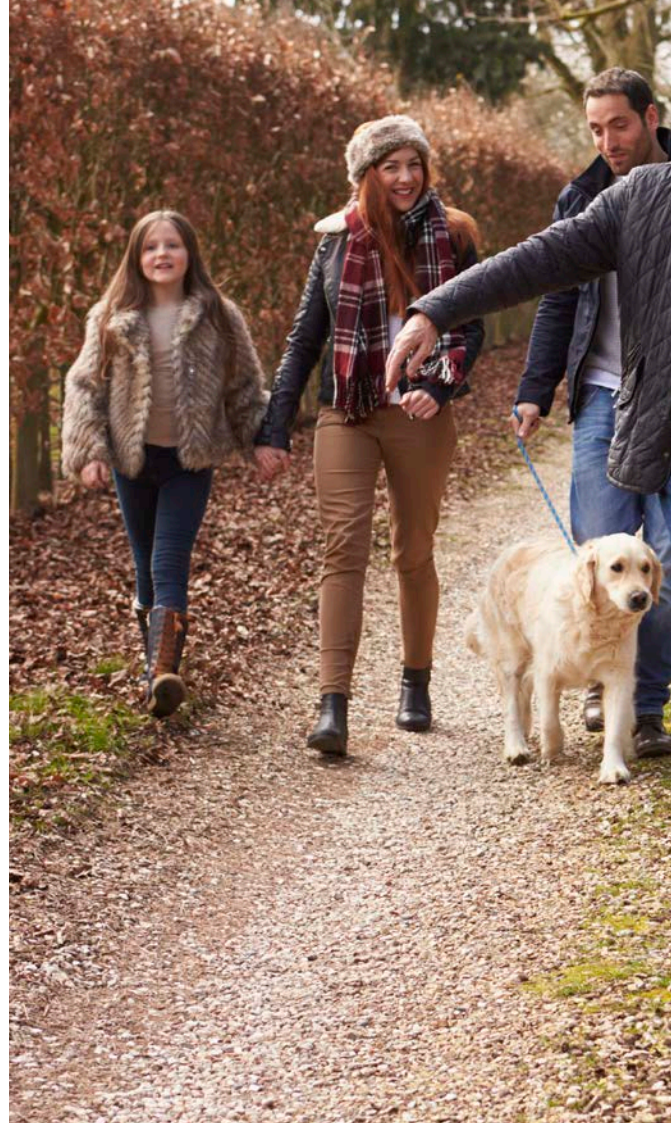
Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.

Figura 66

Empresas familiares asiáticas, exceto japonesas – EV/EBITDA



Fonte: Dados da empresa, estimativas do Credit Suisse.



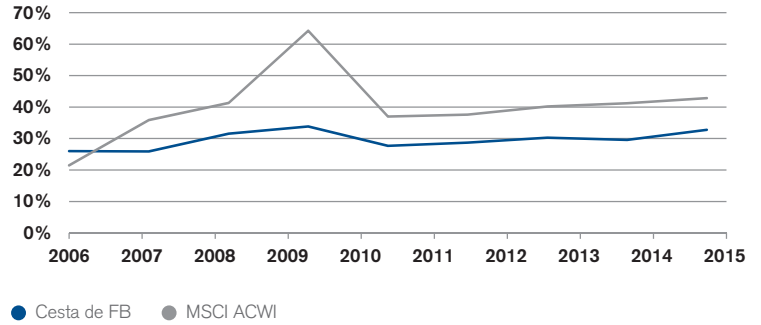
Na Figura 67, vemos um claro aumento no índice de distribuição de dividendos do MSCI ACWI em 2009. Isso se deve à queda nos lucros observada nesse ano, em vez de estar relacionado a um aumento nos dividendos pagos. Um padrão semelhante é visto em todas as regiões. Contudo, embora as distribuições de dividendos tenham aumentado de maneira geral nos EUA e na Europa nos últimos anos (em comparação à queda na Ásia), chama a atenção o fato de as empresas familiares terem apresentado um perfil muito mais suave quanto aos índices de distribuição de dividendos nos últimos oito anos, principalmente em 2008 e 2009. Parece que elas estavam mais dispostas a ajustar as distribuições de dividendos ao fluxo de caixa disponível do que a manter níveis absolutos de distribuição, o que podemos classificar como uma prioridade no índice de referência mais amplo. Mais uma vez, isso serviria de base para o argumento de que essas empresas têm uma visão de prazo muito mais longo e administram seu negócio de acordo com essa visão, em vez de se preocuparem em atender às demandas de curto prazo do mercado e com o preço das ações.

Temos visto que as ações de empresas familiares da Europa e dos EUA são negociadas com um pequeno ágio relativo ao ROE e do ponto de vista do



Figura 67

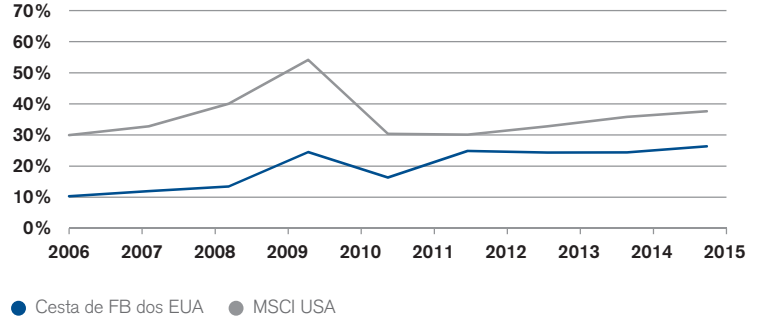
Índice de distribuição de dividendos no universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 68

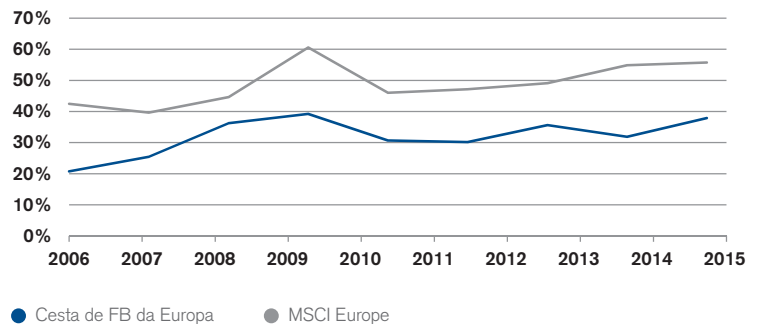
Empresas familiares norte-americanas – Índice de distribuição de dividendos



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 69

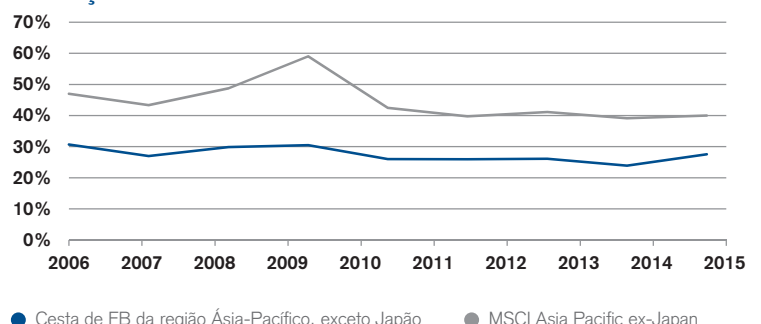
Empresas familiares europeias – Índice de distribuição de dividendos



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 70

Empresas familiares asiáticas, exceto japonesas – Índice de distribuição de dividendos



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

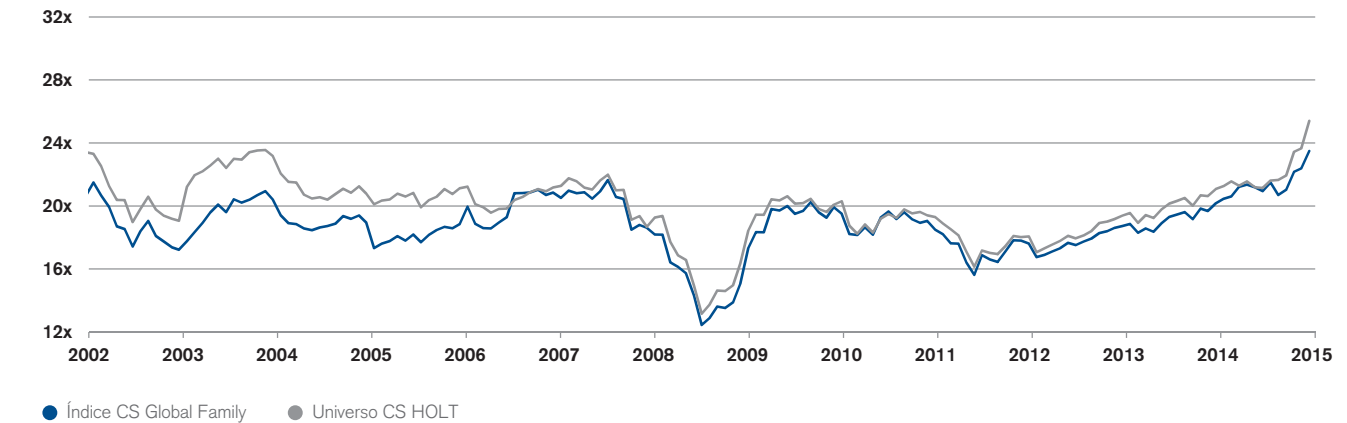
Modelo de Crescimento de Gordon, se não do ponto de vista do CFROI, além de um *spread* de fluxo de caixa consistentemente mais amplo relativo ao custo de capital, ilustrado na Figura 17. Porém, se avaliarmos o preço de mercado pago pelo lucro econômico, vemos na Figura 71 que houve um desconto consistente com o passar do tempo, embora esse desconto tenha diminuído, de maneira geral, nos últimos oito anos. Não obstante, na Figura 72 observamos uma clara ampliação do desconto para empresas familiares durante o 1T15, que sugere que existem boas oportunidades de investimento atualmente.

Apesar de termos detectado que as empresas familiares com grande valor de mercado (*large cap*) possuem balanços patrimoniais mais alavancados – ao contrário do resultado obtido por outras pesquisas –, o fato de essas empresas serem a fonte principal de riqueza de seus proprietários pode fazer com que os investidores acreditem que esses empresários têm um risco menor de falência. Isso pode explicar a aceitação tácita do ROE mais baixo pelos investidores externos. Como a Figura 63 ilustra, o ágio referente ao índice entre o preço das ações e o valor contábil parece ser estrutural, principalmente na Europa.

Figura 71

Lucro econômico (PE) – Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI

Exceto dados financeiros e serviços públicos regulares

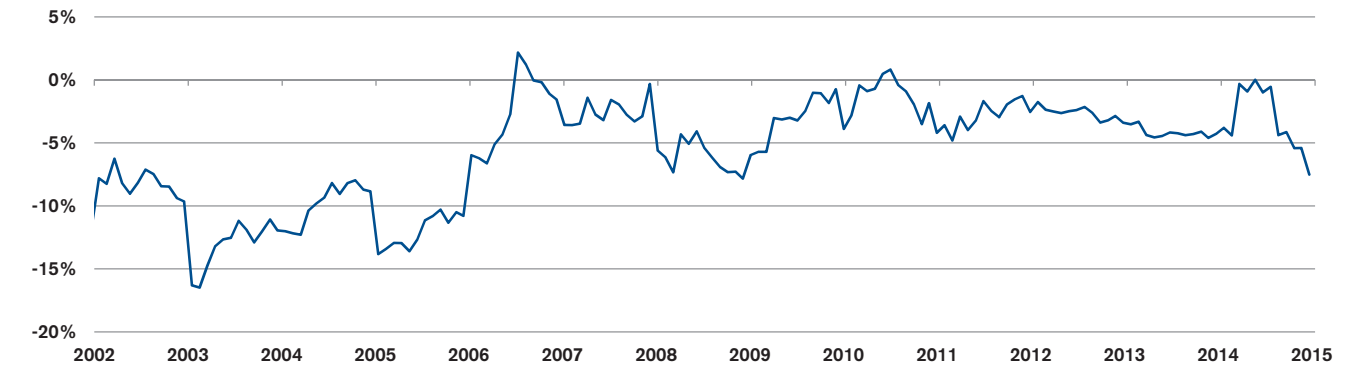


Fonte: Credit Suisse HOLT

Figura 72

Lucro econômico (PE) – Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI

Exceto dados financeiros e serviços públicos regulares



Fonte: Credit Suisse HOLT

Existem supergrupos dentro do universo das empresas familiares?

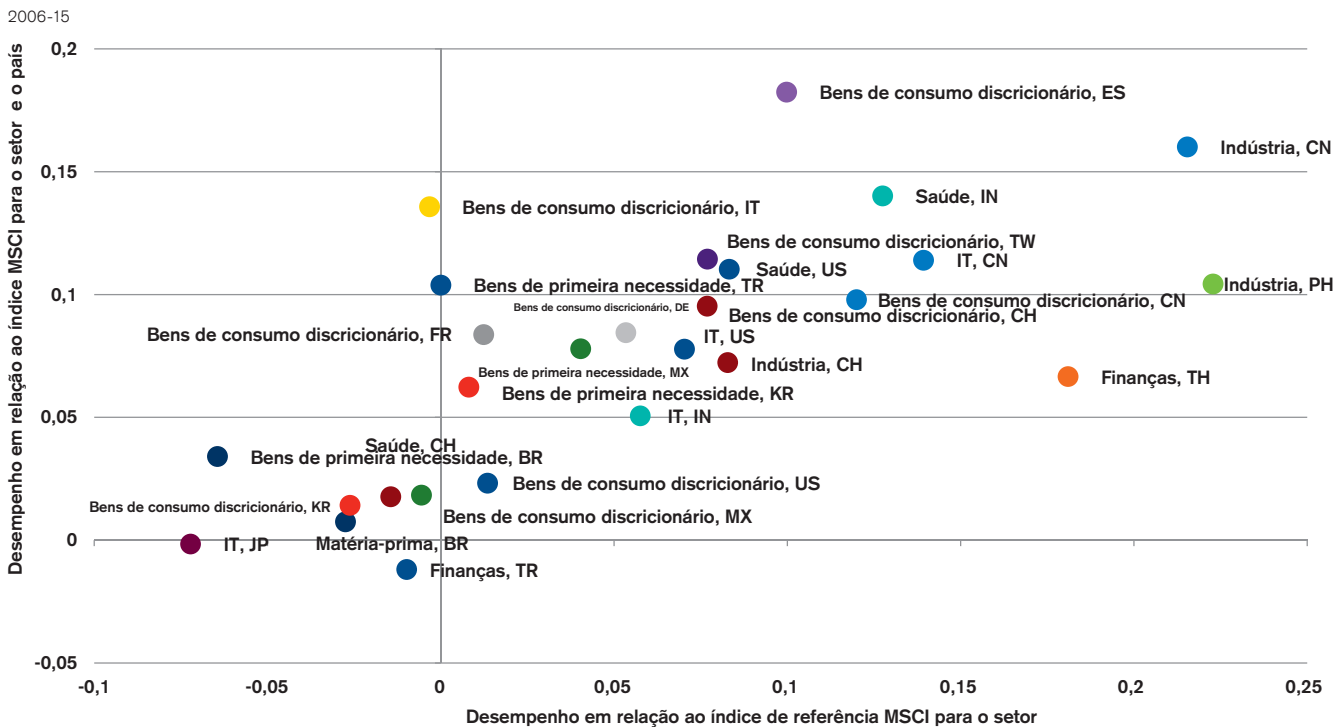
Tentamos verificar se existem grupos de fundadores de empresas familiares e países que tenham apresentado um desempenho superior acentuado desde 2006 em setores específicos em comparação aos índices de referência setoriais e nacionais. A Figura 73 mostra retornos para os investidores que são mais do que simples características de setores ou países.

No gráfico à direita, mostramos os blocos de empresas que apresentam desempenho superior consistente desde 2006 em comparação aos índices tanto de seu setor quanto de seu país. Por exemplo, quando analisamos o bloco de empresas familiares de bens de consumo discricionário na Itália, vemos os retornos dos preços das ações em linha com o índice de referência da MSCI para bens de consumo discricionário, porém bem acima do MSCI Italy. Da mesma forma, vemos que as indústrias familiares na China e Filipinas apresentam um desempenho bem acima do índice de referência.



Figura 73

Supergrupos – empresas com desempenho superior aos índices de referência da MSCI para o setor e o país



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

As famílias sabem administrar bem?

Em nossa opinião, os riscos de as empresas familiares defenderem apenas seus próprios interesses são exagerados. Podemos afirmar que a reputação pública e as práticas duradouras de filantropia se refletem na qualidade superior da contabilidade, apesar das ações de duas classes, que permitem às famílias concentrar o controle dessas companhias. Com o amplo progresso no debate sobre a responsabilidade corporativa, as empresas familiares deixaram de desempenhar um papel de liderança..

Analisamos os rankings de avaliação de valor intangível da MSCI no que diz respeito às empresas de nosso universo para determinar se é possível encontrar qualquer evidência qualitativa da administração mais altruísta e das prioridades estratégicas amplamente discutidas nas pesquisas acadêmicas, e para usar essa avaliação da MSCI sobre possíveis riscos ambientais, sociais e de governança (ESG). Os retornos menores normalmente são explicados pelo fato de as prioridades de uma empresa familiar irem além do desempenho econômico apenas e, sem dúvida, principalmente na Europa e nos EUA, vemos várias instituições de caridade e fundações familiares com pautas filantrópicas e destaque para prioridades familiares. Nosso relatório anterior, *Family businesses: Sustaining performance* (setembro de 2012), constatou que a maioria das empresas familiares colocava em prática estratégias de ESG e que as empresas familiares da Europa e dos EUA apresentavam uma estratégia de sustentabilidade definida, principalmente a respeito de questões ambientais.

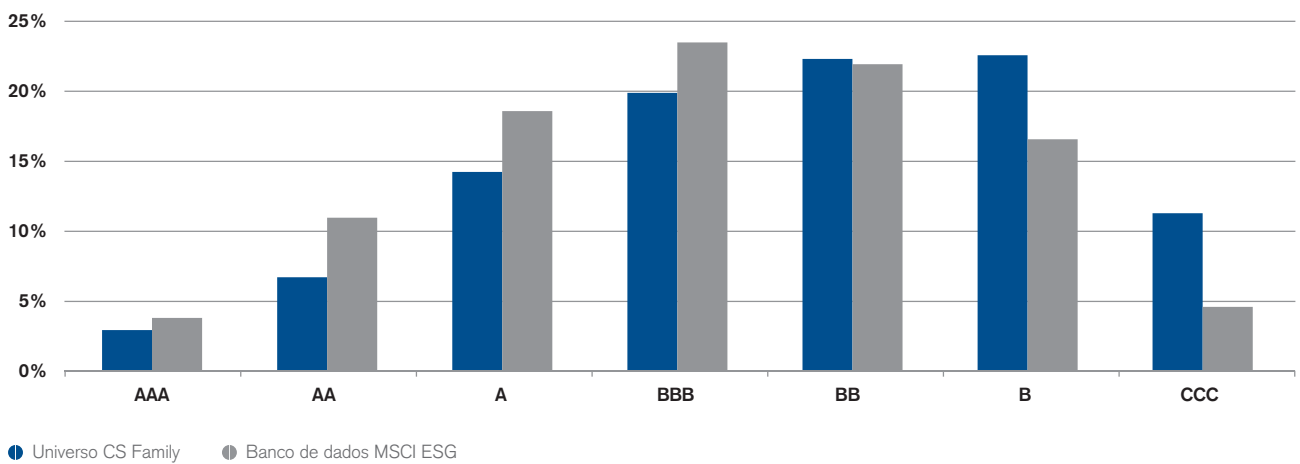
Entretanto, não acreditamos que esse seja o caso em nosso universo de empresas familiares globais em 2015 se tentarmos fazer essa análise utilizando os rankings MSCI IVA como alternativa a uma medição empírica. Conforme ilustrado na Figura 74, vemos uma clara diferença de

distribuição entre as empresas de nosso universo e as mais de 4000 empresas com ranking IVA do banco de dados MSCI ESG, sendo que estas últimas registram uma pontuação mais alta, ou seja, menores riscos ESG. Se observarmos os dados regionais da Figura 75, veremos que as empresas europeias têm pontuação muito melhor do que as dos Estados Unidos e da Ásia, onde a maioria das empresas têm classificação BB ou B. Quase 60% das empresas familiares de nosso universo têm pontuação AAA-A, ao passo que não há nenhuma empresa com classificação AAA nos Estados Unidos e 70% têm pontuação BBB ou inferior. Poderíamos interpretar essa mudança nas boas práticas de cidadania corporativa relativa, em comparação a nosso relatório de 2012, como uma ilustração de que a agenda de ESG foi adotada de forma mais global e de que a posição das empresas familiares como pioneiras na questão ambiental vem se desgastando nos últimos anos.



Figura 74

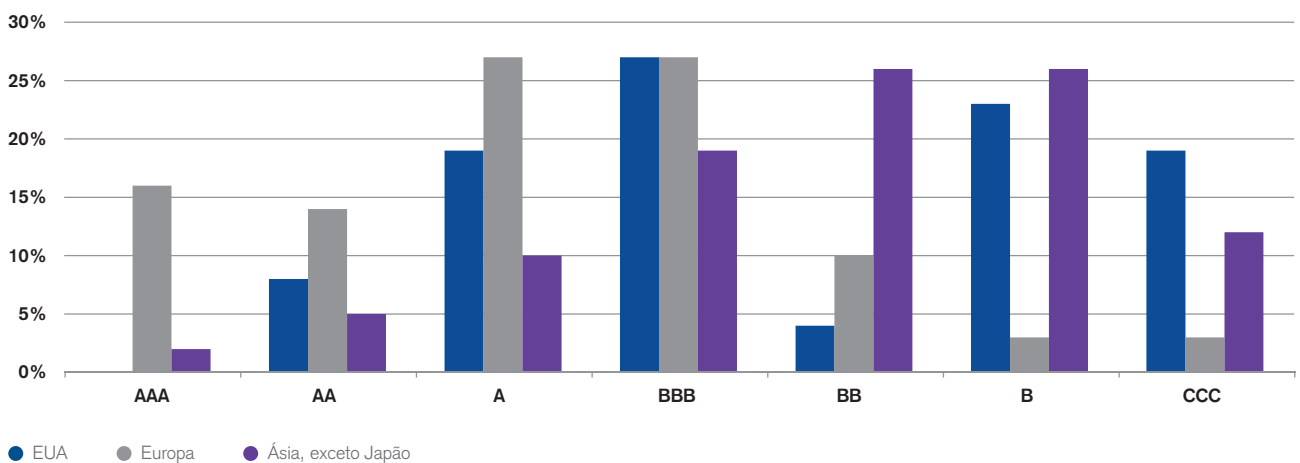
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – Rankings MSCI IVA



Fonte: Banco de dados MSCI ESG, Credit Suisse Research Institute

Figura 75

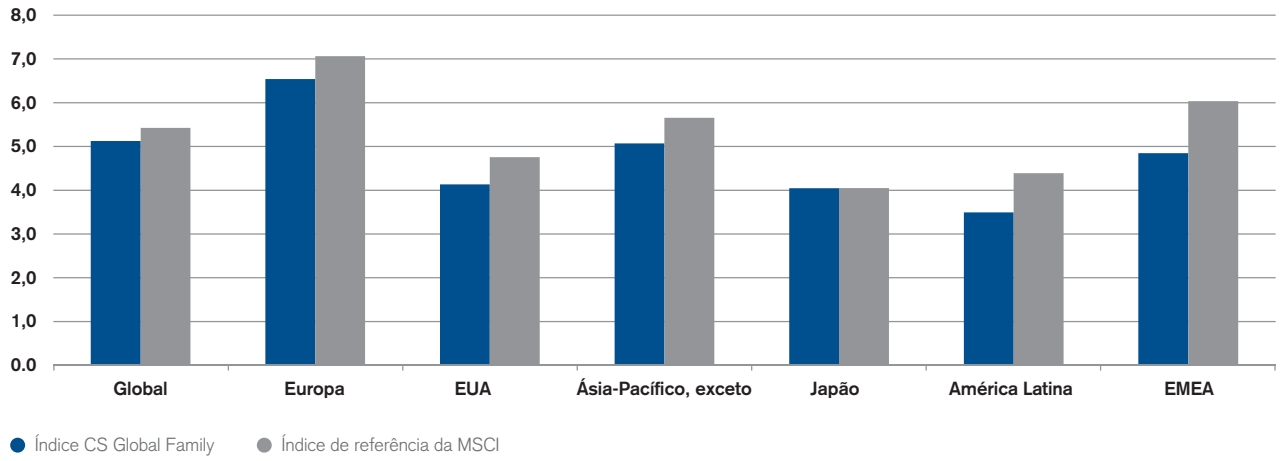
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – Rankings MSCI IVA por região



Fonte: Banco de dados MSCI ESG, Credit Suisse Research Institute

Figura 76

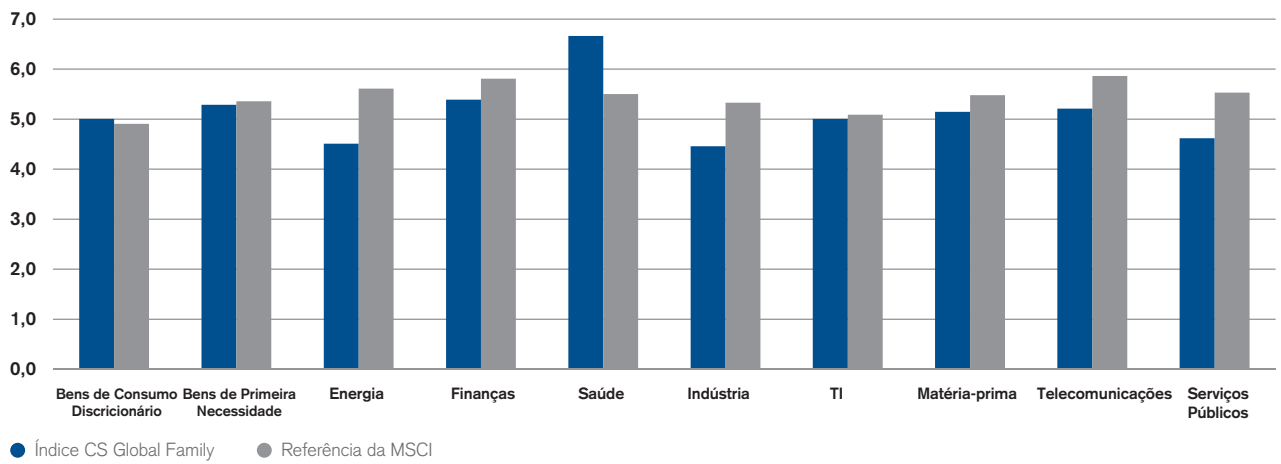
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – Rankings de governança corporativa MSCI ESG por região



Fonte: Banco de dados MSCI ESG, Credit Suisse Research Institute

Figura 77

Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – Rankings MSCI ESG CG por setor



Fonte: Base de dados MSCI ESG, Credit Suisse Research Institute



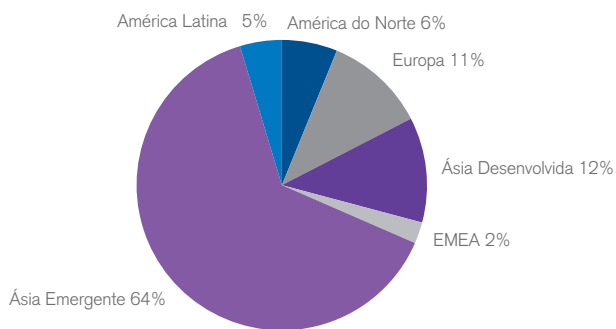
Anexo 1

O universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS

As empresas familiares concentram-se nos setores de tecnologia e de bens de consumo. A propriedade intelectual é o principal ativo de muitas dessas companhias, ao passo que a as atividades passíveis de replicação abrem oportunidades em mais mercados emergentes. As exigências referentes ao capital, aos regulamentos e à propriedade de ativos por parte do Estado também restringem a propriedade familiar nos setores de matérias-primas, prestadoras de serviços públicos e telecomunicações.

Figura 78

Número de empresas familiares por região

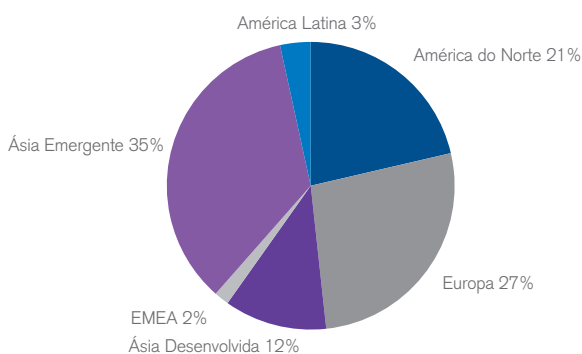


Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 79

Capitalização de mercado de empresas familiares

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Criamos um banco de dados com 920 empresas de capital aberto de todo o mundo com capitalização de mercado de, no mínimo, US\$1 bilhão e nas quais exista uma participação acionária familiar de, no mínimo, 20% das ações em circulação. Encontramos exemplos em 35 países. A preponderância desse tipo de empresa, em termos numéricos, é observada na Ásia, o que é explicado pelo padrão diferente e mais recente de desenvolvimento econômico da região em comparação à Europa e aos EUA. Em mercados mais desenvolvidos, encontramos participações mais fragmentadas e, em geral, muitas famílias vendem seus negócios com o passar do tempo. Estatísticas do Family Business Institute, citadas frequentemente, mostram que apenas um terço das empresas familiares dura até a segunda geração de proprietários, 12% até a terceira e apenas 3% até a quarta geração. Em nossa análise, detectamos o maior número de empresas asiáticas neste universo de empresas familiares avaliando todos os nossos dados de forma neutra, por setor e por país, com relação ao índice de referência MSCI ACWI. Excluímos joint ventures e ativos anteriormente detidos pelo Estado e vendidos para o setor privado.

Nosso banco de dados representa 25% da capitalização de mercado do MSCI World e é comparável a ele em termos de peso por setor, apesar de nosso universo de empresas familiares apresentar um peso maior para as empresas dos setores de tecnologia, bens de consumo discricionário e bens de primeira necessidade, com poucas companhias do setor financeiro, mais especificamente bancos. Observamos uma maior representatividade do setor financeiro, principalmente de empresas do setor imobiliário, em nosso universo asiático em comparação aos universos dos EUA e da Europa. A concentração nos setores de tecnologia e de bens de consumo implica em menos barreiras à entrada nesses

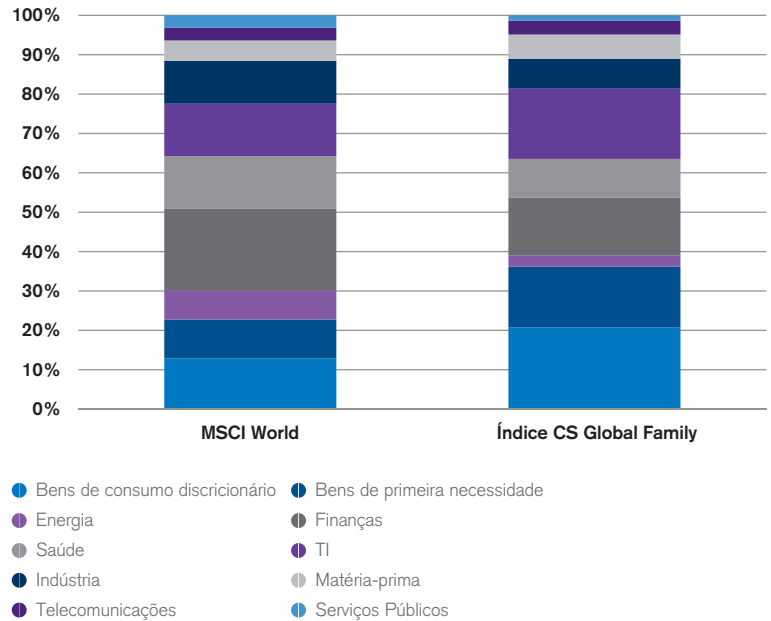
setores do ponto de vista de investimentos de capital inicial e, no caso da área de tecnologia, em menos concorrência, ou seja, propriedade intelectual exclusiva. Conforme descrito acima, fizemos ajustes com relação aos diferentes pesos setoriais ao analisarmos nossos dados.

Menos de 25% das empresas de nosso universo de Empresas Familiares são defensivas, o que não é surpresa, já que empreendedores buscam oportunidades de crescimento. Villalonga e Amit¹ destacam como vários setores são, de fato, dominados por empresas familiares: o setor global de cervejas, por exemplo, e os setores de jornais e de seis das sete maiores operadoras de TV a cabo dos EUA ainda são controlados e administrados ativamente pelas famílias fundadoras. Encontramos blocos de empresas em países específicos, sendo que os exemplos mais óbvios e conhecidos são a produção de bens de consumo discricionário na Alemanha e as empresas de vestuário na Itália. Ambos os países também apresentam um número considerável de empresas que não têm ações negociadas em bolsa com perfil semelhante.

Pesquisas já publicadas atribuem o desempenho superior relativo das empresas familiares, medido pelo ROE ou pelo Q de Tobin, a uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo. Essa estratégia, por sua vez, é motivada pela importância de se manter a independência para que as empresas possam passar às

Figura 80

Detalhamento por setor – Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS vs. MSCI ACWI

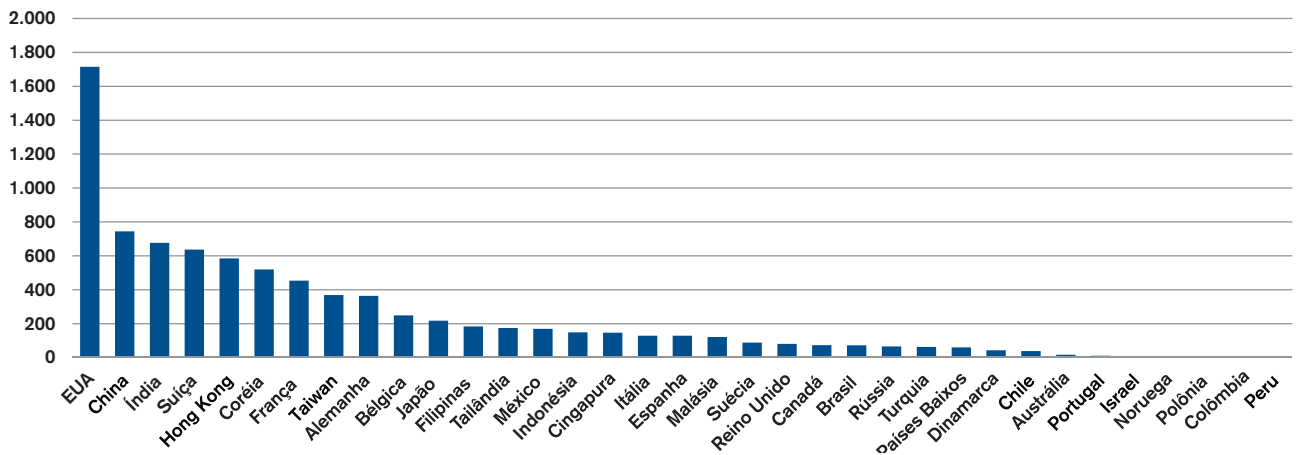


Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 81

Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – capitalização de mercado por país

US\$ bilhões



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

mãos da próxima geração e, por isso, elas valorizam muito a dependência dos fluxos de caixa gerados internamente e de um nível menor de dívida externa para financiar seus investimentos. Isso deve indicar um crescimento menos agressivo de acordo com as pesquisas acadêmicas. Contudo, nossas conclusões contradizem essa tese, já que as 920 empresas de nosso universo apresentam crescimento mais forte e menos volátil, bem como uma maior alavancagem (conforme discutido acima).

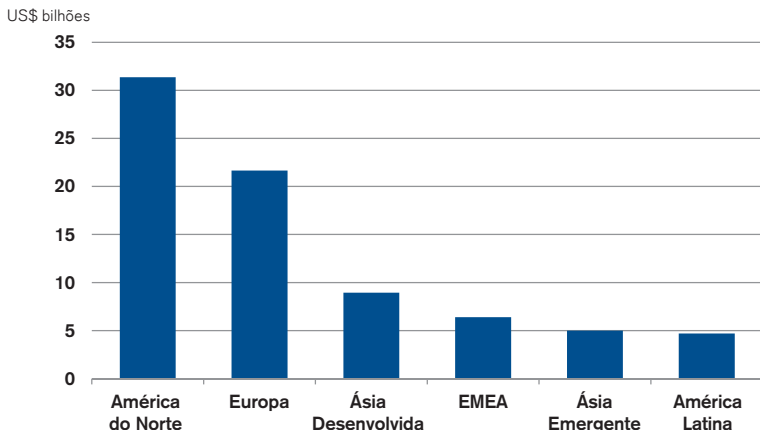
Outros fatores citados em estudos acadêmicos para explicar a diferença entre as empresas com participação

familiar considerável e aquelas com participação pública mais difusa são o foco no crescimento orgânico e não em aquisições e a concorrência interna por recursos, o que significa que apenas os melhores projetos de investimento são adotados e que há uma preferência por um ciclo de investimentos mais suave, ou seja, menos investimento em tempos de crescimento e investimento contínuo em tempos de crise. Os custos de agência (custos internos decorrentes de conflitos de interesses entre acionistas familiares e externos) funcionam tanto em benefício quanto em detrimento dos acionistas minoritários, pois uma administração mais conservadora pode reduzir o risco de falência e o incentivo ao monitoramento dos administradores pode reduzir custos, ao passo que o controle familiar pode implicar a contratação (dispendiosa) de familiares sem qualificação, a extração de lucros

1 Villalonga B. e Amit R. (2010). *Family Control of Firms and Industries*. Financial Management, Outono de 2010.

Figura 82

Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – capitalização de mercado por região



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

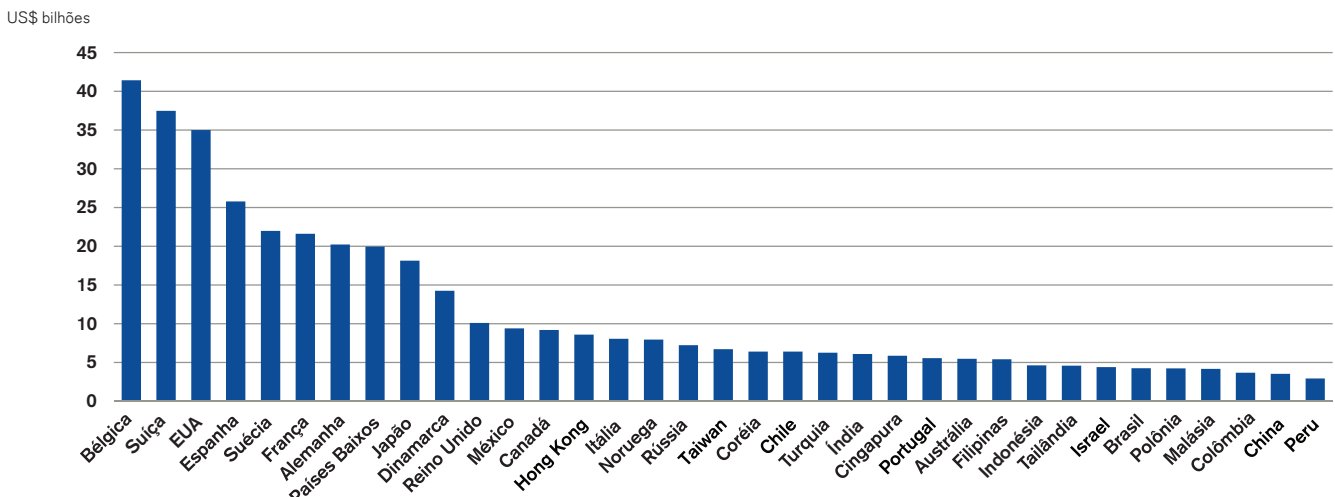
para a família à custa dos acionistas minoritários, bem como operações dispendiosas com partes relacionadas e prestação de contas limitada, entre muitos outros fatores.

Talvez não seja surpresa nenhuma que, em termos de capitalização de mercado, os EUA tenham a maior representação em nosso universo de empresas familiares. Isso reflete o desenvolvimento capitalista e empreendedor da economia do país e a ausência da propriedade estatal de ativos. Curiosamente, a China possui a segunda maior representação, o que ressalta o desenvolvimento extremamente dinâmico e empreendedor da economia chinesa nos últimos 35 anos. Os mercados emergentes representam cerca de 40% de nossas empresas por capitalização de mercado e ilustram a importância das empresas familiares na expansão e no avanço dessas economias nos últimos 50 anos e, em alguns casos, após sua independência.

O porte médio das empresas em nosso universo é de US\$ 9,1 bilhões e, como vemos na Figura 82, as empresas familiares norte-americanas e europeias tendem a ser maiores, com capitalização de mercado média de mais de US\$ 30 bilhões nos EUA e mais de

Figura 83

Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – capitalização de mercado média por país

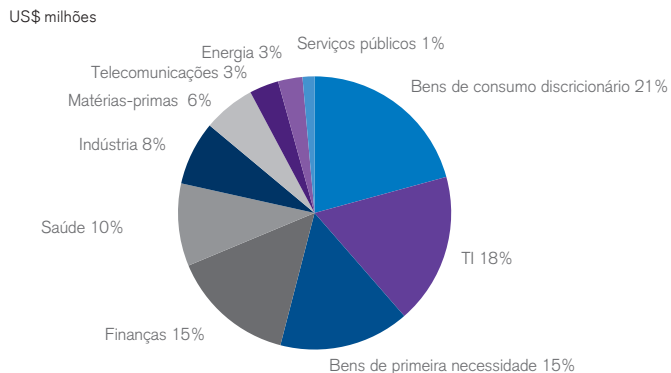


Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

US\$ 20 bilhões na Europa. As empresas asiáticas e aquelas localizadas em mercados emergentes normalmente são menores, com valor de mercado médio abaixo de US\$ 10 bilhões em todas as regiões. Isso reflete, em grande parte, a experiência e a posição das empresas norte-americanas e europeias em termos de seu ciclo de desenvolvimento na comparação com empresas menos maduras da Ásia e de mercados emergentes. Porém, conforme era esperado, normalmente vemos empresas familiares *large cap* (com grande valor de mercado) em mercados desenvolvidos em contrapartida a empresas *small cap* e *medium cap* em outros mercados.

Figura 84

Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – capitalização de mercado por setor

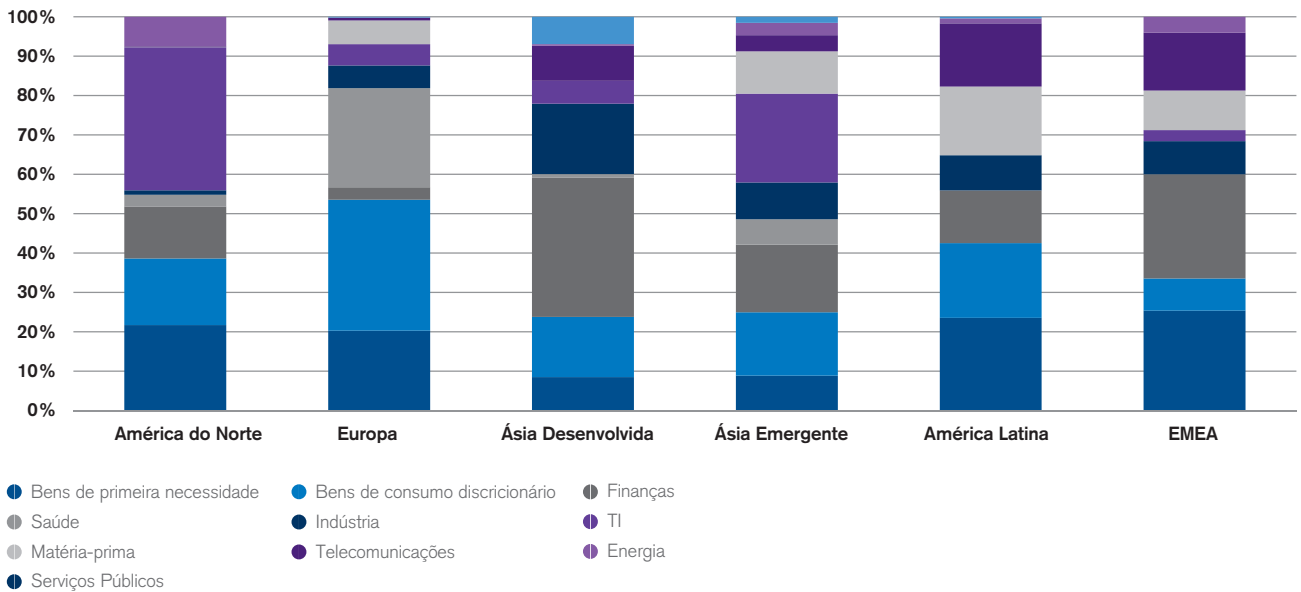


Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Alguns mercados são dominados por uma única empresa familiar *large cap* ou por um grupo de empresas *large cap*. Por exemplo, a Bélgica (consulte a Figura 83) apresenta uma distorção em função da AB InBev, ao passo que outras empresas familiares belgas possuem capitalização de mercado média de US\$ 9,7 bilhões em comparação à média de US\$ 9,1 bilhões no mundo.

Figura 85

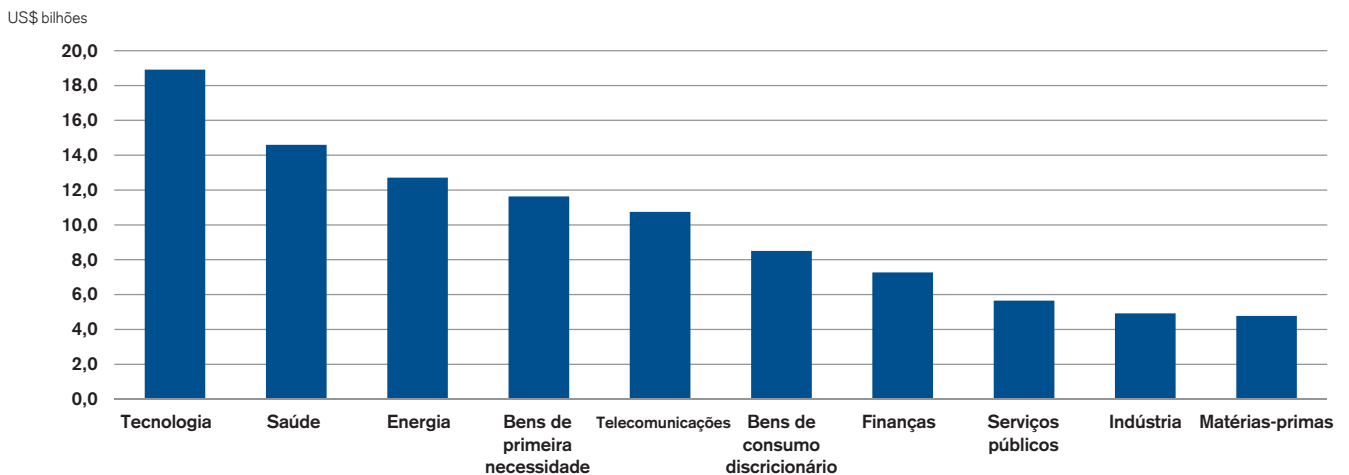
Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – detalhamento de setor por região



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

Figura 86

Universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS – capitalização de mercado média por setor



Fonte: Bloomberg, Credit Suisse Research Institute

A Suíça é o país de origem da Novartis e da Roche e, excluindo essas duas indústrias farmacêuticas, a média da capitalização de mercado das empresas familiares suíças é de US\$ 10,7 bilhões. Da mesma forma, na Espanha, excluindo a Inditex, a média da capitalização de mercado é de US\$ 6,5 bilhões para empresas familiares, sendo que algumas delas estão bem abaixo das médias europeias e, como vemos na Figura 83, as empresas familiares do sul da Europa tendem a ser menores do que as do norte.

Analisando as empresas familiares de acordo com o setor, conforme ilustrado na Figura 84, vemos uma concentração de empresas de tecnologia e daquelas voltadas ao consumidor e um baixo nível de atividade nos setores de matérias-primas, energia, telecomunicações e serviços públicos. Esses últimos setores são cíclicos, com intensa demanda por capital ou fazem parte da rede de

serviços públicos e estão sujeitos a uma maior regulamentação estatal ou são controladas por governos. O segmento de empresas de tecnologia familiares ou controladas pelo fundador é dominado por quatro companhias com valor de mercado superior a US\$ 170 bilhões cada: Facebook, Google, Oracle e Samsung Electronics. Histórias bem documentadas de startups do setor de tecnologia apresentam casos de empresas de baixo custo que tinham como base a propriedade intelectual exclusiva e evoluíram para modelos de negócio de alto crescimento, desenvolvendo uma ampla plataforma e presença de mercado com o financiamento de capital de risco antes de realizarem uma IPO. As empresas do Vale do Silício são exemplos típicos desse modelo, e seu controle se mantém concentrado mesmo após as IPOs, normalmente devido a diferentes classes de ações (por exemplo ações sem direito a voto). Por outro lado, vemos uma diluição muito maior de participação antes da IPO entre as empresas de tecnologia na China, o que significa um acesso

As 50 maiores empresas familiares no universo das 900 Empresas Familiares Globais do CS por capitalização de mercado

País	Empresa	Código	Setor	Dados de preços		Variação de preço (%)		
				Preço (lc)	Capitalização de mercado (\$ milhões)	1 mi	3 mi	12 mi
CH	Novartis	NOVN.VX	Saúde	98,5	278.918	2%	1%	22%
CH	Roche	ROG.VX	Saúde	282,5	254.426	5%	9%	6%
USA	Wal-Mart Stores, Inc.	WMT.N	Bens de primeira necessidade	74,8	241.397	-4%	-11%	-2%
USA	Facebook Inc.	FB.OQ	Tecnologia da informação	80,1	225.066	0%	1%	26%
BE	Anheuser-Busch InBev	ABI.BR	Bens de primeira necessidade	112,3	197.476	3%	-1%	39%
USA	Oracle Corporation	ORCL.N	Tecnologia da informação	43,9	191.540	-2%	0%	4%
KR	Samsung Electronics	005930.KS	Tecnologia da informação	1.307.000,0	173.855	-6%	-4%	-10%
DE	Volkswagen	VOWG_p.DE	Bens de consumo discricionário	226,9	119.936	-2%	1%	16%
USA	Kinder Morgan, Inc.	KMI.N	Energia	41,6	90.239	-3%	1%	24%
USA	Nike Inc.	NKE.N	Bens de consumo discricionário	102,3	87.952	2%	5%	34%
IN	Tata Consultancy Services	TCS.BO	Tecnologia da informação	2.610,0	80.210	5%	-2%	23%
JP	Softbank	9984.T	Serviços de telecomunicações	7.447,0	72.136	-4%	1%	3%
USA	McKesson Corporation	MCK.N	Saúde	237,8	55.073	6%	4%	26%
HK	Sun Hung Kai Properties	0016.HK	Finanças	131,4	48.709	2%	8%	26%
TW	Hon Hai Precision	2317.TW	Tecnologia da informação	99,1	48.679	8%	14%	19%
CH	Compagnie Financiere Richemont SA	CFR.VX	Bens de consumo discricionário	84,2	46.488	-1%	0%	-11%
IN	Reliance Industries	RELI.BO	Energia	876,8	44.521	3%	1%	-18%
USA	Phillips 66	PSX.N	Energia	79,6	43.148	-2%	1%	-6%
USA	Carnival	CCL.N	Bens de consumo discricionário	47,2	37.037	6%	7%	19%
HK	CKH Holdings	0001.HK	Finanças	121	36.152	0%	10%	24%
IN	Sun Pharmaceuticals Industries Limited	SUN.BO	Saúde	955,8	36.086	2%	5%	63%
GB	Associated British Foods	ABF.L	Bens de primeira necessidade	29,5	35.774	6%	-6%	-2%
MX	Fomento Economico Mexicano SAB de CV	FMSAUBD.MX	Bens de primeira necessidade	139,2	32.712	-1%	-2%	12%
SG	United Overseas Bank	UOBH.SI	Finanças	23,1	28.296	-5%	1%	3%
USA	L Brands, Inc.	LB.N	Bens de consumo discricionário	87,4	25.567	-2%	-5%	57%
USA	LinkedIn	LNKD.N	Tecnologia da informação	196,2	24.718	-24%	-27%	20%
HK	Henderson Land Dev	0012.HK	Finanças	62,6	24.209	2%	18%	37%
ID	Astra International	ASII.JK	Bens de consumo discricionário	7.375,0	22.590	4%	-6%	-1%
IN	Tata Motors Ltd.	TAMO.BO	Bens de consumo discricionário	483,6	21.906	-7%	-18%	15%
USA	Marriott International	MAR.OQ	Bens de consumo discricionário	79,0	21.729	-6%	-5%	30%
IN	HCL Technologies	HCLT.BO	Tecnologia da informação	980,0	21.615	10%	-3%	41%
IN	Wipro Ltd.	WIPR.BO	Tecnologia da informação	554,0	21.318	2%	-16%	11%
HK	Cheung Kong Infrastructure	1038.HK	Serviços públicos	64,0	20.801	-2%	-3%	23%
FI	Kone Corporation	KNEBV.HE	Indústria	39,1	20.741	1%	-5%	28%
KR	Samsung Life Insurance	032830.KS	Finanças	112.000,0	20.228	7%	12%	11%
SG	Hongkong Land Holdings	HKLD.SI	Finanças	8,6	20.116	8%	13%	23%
FR	Dassault Systemes	DAST.PA	Tecnologia da informação	71,9	20.080	6%	15%	53%
KR	Hyundai Mobis	012330.KS	Bens de consumo discricionário	223.500,0	19.647	-7%	-10%	-23%
TH	Siam Cement	SCC.BK	Matérias-primas	534,0	18.998	0%	2%	28%
TW	Nan Ya Plastics	1303.TW	Matérias-primas	72,6	18.781	-6%	6%	7%
USA	Royal Caribbean Cruises	RCL.N	Bens de consumo discricionário	76,3	16.784	11%	0%	39%
FR	Sodexo	EXHO.PA	Bens de consumo discricionário	95,1	16.346	6%	6%	19%
CN	Jiangsu Yanghe Brewery Joint-stock Co., Ltd	002304.SZ	Bens de consumo discricionário	93,6	16.251	1%	16%	67%
SG	Wilmar International Ltd	WLIL.SI	Bens de consumo discricionário	3,4	15.957	3%	4%	4%
TW	Formosa Plastics	1301.TW	Matérias-primas	75,3	15.636	-6%	-3%	-4%
MX	G.F. Inbursa	GFINBURO.MX	Finanças	35,7	15.529	-5%	-15%	-1%
DK	Coloplast B	COLOb.CO	Saúde	514,5	15.244	-6%	-3%	9%
CN	Jiangsu Hengrui Medicine Co. Ltd	600276.SS	Saúde	62,8	15.231	11%	55%	94%
KR	LG Chem Ltd.	051910.KS	Matérias-primas	249.500,0	14.932	-10%	8%	-5%
MY	Maxis Berhad	MXSC.KL	Serviços de telecomunicações	6,9	14.161	-2%	-2%	3%

Fonte: Bloomberg, estimativas do Credit Suisse



muito mais limitado à poupança e ao financiamento bancário. O Alibaba, por exemplo, não alcançou nosso limite de propriedade de 20%.

Empresas de bens de consumo discricionário também podem apresentar características semelhantes às das empresas de tecnologia, pois envolvem propriedade intelectual exclusiva. Na Europa, observamos essa característica principalmente nos setores automotivo e de componentes, fortemente representados na Alemanha, e no setor de produção e design com propriedade intelectual exclusiva, representado pelas empresas de vestuário da Itália e da França. Essas empresas criam nichos não financeiros que podem ser defendidos. Em nossa análise de sobrevivência, também é interessante observar a diminuição mais rápida da propriedade no setor de bens de consumo discricionário em comparação ao setor de bens de primeira necessidade, já que a sucessão pode ser uma questão mais complexa quando uma empresa tem como base a propriedade intelectual do fundador.

As empresas do setor de bens de primeira necessidade tendem depender de escala e eficiência e, para elas, o crescimento pode vir mais facilmente por meio de novos mercados e aquisições, da capacidade administrativa e de estratégias mais fáceis de adquirir do que a propriedade intelectual. As companhias que produzem bens de primeira necessidade tendem a compor um setor de menor valor agregado que, às vezes, simplesmente copiam modelos de negócios e produtos bem-sucedidos em outros mercados. Porém, como podemos observar na Ásia, o peso da exposição de empresas familiares está

migrando dos bens de primeira necessidade para os setores de saúde e tecnologia, nos quais o valor agregado é maior.

No segmento financeiro, trustes imobiliários e incorporadoras representam 35% do valor de mercado do setor em nosso universo, em comparação a menos de 16% no MSCI World. Esse fato corrobora mais uma vez o afastamento dos empreendedores familiares das empresas regulamentadas e com alto custo inicial de operação e demonstra sua preferência por setores que exigem recursos financeiros iniciais mais limitados e permitem flexibilidade ao longo do tempo.

Em toda a Ásia e nos mercados emergentes, podemos ver um *spread* mais uniforme dos setores representados em nossas 920 empresas. Observamos uma maior concentração em mercados desenvolvidos, principalmente na Europa, já que as famílias transformam suas empresas e propriedade intelectual exclusiva em líderes setoriais e mundiais. Na Europa, existe um predomínio de empresas familiares nos setores de fabricação de produtos voltados para o consumidor e de serviços de saúde e assistência médica, como a FIAT, VW, BMW, Novartis e Roche. Nos EUA, testemunhamos novamente a predominância da propriedade familiar em setores voltados para o consumidor e em setores em que a geração de propriedade intelectual é intensa – desta vez, a tecnologia aparece no lugar dos serviços de saúde.

FOTO: ISTOCK.COM/EDULEITE

Referências e bibliografia

- Alluche J., Amann B., Jaussaud, J. e Kurashina T. *The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation*.
- Anderson, R. e Reeb D., (2008). *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*. The Journal of Finance.
- Barontini R. e Caprio. *The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe*.
- Boland M. e Pendell D.(2005). *Persistence of Profitability in Family-Owned Food Businesses*.
- Chen K. e Hsu W. (2009). *Family Ownership, Board Independence, and R&D Investment*. Family Business Review.
- Corstjens M., Peyer U. e Van der Heyden L. (2006). *Performance of Family Firms: Evidence from US and European firms and investors INSEAD*
- Fahlenbrach R. (2003). *Founder-CEOs and Stock Market Performance*. The Wharton School
- Kotlar, J., Fang, H., De Massis, A. e Frattini, F. (2014). *Profitability Goals, Control Goals, and the R&D Investment Decisions of Family and Nonfamily Firms*. Journal of Product Innovation Management, 31: 1128-1145. doi: 10.1111/jpim.12165
- Kowalewski O., Talavera O. e Stetsyuk I. (2010). *Influence of Family Involvement in Management and Ownership on Firm Performance: Evidence from Poland*. Family Business Review
- McKinsey & Co: *The five attributes of enduring family businesses*.
- Miller D. e Le Breton-Miller I (2006). *Family governance and firm performance: Agency, stewardship and capabilities*. Family Business Review, 19 p 73-87
- Munoz-Bullon F. e Sanchez-Bueno M. (2011). *The Impact of Family Involvement on the R&D Intensity of Publicly Traded Firms*.
- OCDE: *SMALL BUSINESSES, JOB CREATION AND GROWTH: FACTS, OBSTACLES AND BEST PRACTICES*
- Tze San Ong e Shih Sze Gan. *Do Family-Owned Banks Perform Better? A Study of Malaysian Banking Industry*. Asian Social Science Vol 9 n° 7 2013
- Villalonga B. e Amit R. (2005). *How do family ownership, control and management affect firm value?*. Journal of Financial Economics
- Villalonga B. e Amit R. (2010). *Family Control of Firms and Industries*. Financial Management, Outono de 2010
- Yuan Ding, Hua Zhang, Junxi Zhang, (2008). *The Financial and Operating Performance of Chinese Family-Owned Listed Firms*. Management International Review

Impressão

EDITOR

CREDIT SUISSE AG

Research Institute
Paradeplatz 8
CH-8070 Zurique
Suíça
cs.researchinstitute@credit-suisse.com

AUTORES

Julia Dawson
Richard Kersley
Stefano Natella

COLABORADORES

Catherine Tillson
Marcelo Preto
Faham Baig
Hiten Patel
Mahadevan Subramanian
Akanksha Kharbanda

PRAZO EDITORIAL

25 de junho de 2015

Aviso de Isenção de Responsabilidade /Informações Importantes

Este documento foi produzido por e as opiniões expressas são aquelas do Credit Suisse na data de sua elaboração e estão sujeitas a alteração. Ele foi preparado exclusivamente para fins de informação e para uso do destinatário. Este documento não constitui uma oferta ou convite de compra ou venda de qualquer valor mobiliário por ou em nome do Credit Suisse a qualquer pessoa. Nenhuma disposição deste material constitui orientação de investimento, orientação jurídica, contábil ou fiscal nem uma declaração de que qualquer investimento ou estratégia são adequados ou apropriados às circunstâncias individuais do investidor ou de outra forma constituem uma recomendação pessoal ao investidor. O preço e o valor dos investimentos mencionados e qualquer possível rendimento podem variar e diminuir ou aumentar. Qualquer referência ao desempenho anterior não constitui orientação para o futuro.

As informações e a análise contidas nesta publicação foram compiladas ou obtidas de fontes tidas como confiáveis, porém o Credit Suisse não faz nenhuma declaração quanto à sua precisão ou integralidade nem aceita responsabilidade por qualquer perda decorrente da utilização deste instrumento. Uma empresa do Credit Suisse Group pode ter agido sobre as informações e análise contidas nesta publicação antes de elas serem disponibilizadas aos clientes do Credit Suisse. Os investimentos em mercados emergentes são especulativos e consideravelmente mais voláteis do que os investimentos em mercados estabelecidos. Alguns dos principais riscos são riscos políticos, riscos econômicos, riscos de crédito, riscos cambiais e riscos de mercado. Os investimentos em moedas estrangeiras estão sujeitos a flutuações na taxa de câmbio. Quaisquer perguntas sobre os assuntos abordados neste documento ou sobre investimentos devem ser feitas diretamente ao gerente de relacionamento local ou outros assessores. Antes de realizar qualquer operação, o investidor deve considerar a adequação da operação às suas circunstâncias particulares e analisar de maneira independente (com seus consultores profissionais, conforme necessário) os riscos financeiros específicos, bem como as consequências jurídicas, regulatórias, de crédito, fiscais e contábeis. Este documento é emitido e distribuído nos Estados Unidos pela Credit Suisse Securities (EUA) LLC, corretora registrada nos EUA; no Canadá, pela Credit Suisse Securities (Canadá), Inc; e no Brasil, pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.

Este documento é distribuído na Suíça pelo Credit Suisse AG, banco suíço. O Credit Suisse está autorizado e é regulamentado pela *Swiss Financial Market Supervisory Authority* (FINMA). Este documento é emitido e distribuído na Europa (exceto na Suíça) pela Credit Suisse (UK) Limited e pela Credit Suisse Securities (Europe) Limited. A Credit Suisse Securities (Europe) Limited e a Credit Suisse (UK) Limited operam sob autorização da *Prudential Regulation Authority* e são regulamentadas pela *Financial Conduct Authority* e pela *Prudential Regulation Authority*, são pessoas jurídicas associadas, porém independentes, dentro do Credit Suisse. As proteções disponibilizadas pela *Financial Conduct Authority* e/ou pela *Prudential Regulation Authority* para clientes de varejo não se aplicam a investimentos ou serviços prestados por uma pessoa fora do Reino Unido, e o *Financial Services Compensation Scheme* também não estará disponível caso o emissor do investimento deixe de cumprir suas obrigações. Este documento é distribuído em Guernsey pela Credit Suisse (Channel Islands) Limited, pessoa jurídica independente registrada em Guernsey sob o nº 15197, com endereço registrado em Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. A Credit Suisse (Channel Islands) Limited é de propriedade integral do Credit Suisse AG e é regulamentada pela *Guernsey Financial Services Commission*. Cópias das últimas contas auditadas estão disponíveis mediante solicitação. Este documento é distribuído em Jersey pela Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Filial de Jersey, que é regulamentada pela *Jersey Financial Services Commission* no tocante à condução de investimentos. O endereço da Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Filial de Jersey, em Jersey é: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. Este documento foi emitido na região da Ásia-Pacífico por quaisquer dos seguintes que seja a entidade adequadamente autorizada na jurisdição relevante: em Hong Kong, pela Credit Suisse (Hong Kong) Limited, sociedade licenciada pela *Hong Kong Securities and Futures Commission*, ou pela agência do Credit Suisse em Hong Kong, uma Instituição Autorizada regulamentada pela *Hong Kong Monetary Authority* e Instituição Registrada regulamentada pela *Futures Ordinance* (Capítulo 571 das Leis de Hong Kong); no Japão, pela Credit Suisse Securities (Japan) Limited; este documento foi preparado e emitido para distribuição em Cingapura apenas a investidores institucionais, investidores certificados e investidores especialistas (individualmente, conforme definido no *Financial Advisers Regulations*) e também é distribuído pelo Credit Suisse AG, Agência de Cingapura, a investidores estrangeiros (conforme definido no *Financial Advisers Regulation*). O Credit Suisse AG, Agência de Cingapura, poderá distribuir relatórios produzidos por suas entidades ou afiliadas estrangeiras segundo um acordo nos termos do Regulamento 32C do *Financial Advisers Regulation*. Os destinatários em Cingapura devem entrar em contato com o Credit Suisse AG, Agência de Cingapura, pelo telefone +65-6212-2000 em caso de dúvidas decorrentes ou relacionadas a este relatório. Em virtude de status do investidor como investidor institucional, investidor certificado, investidor especialista ou investidor estrangeiro, o Credit Suisse AG, Agência de Cingapura, está dispensado de atender a certas exigências de compliance nos termos do *Financial Advisers Act*, Capítulo 110 das Leis de Cingapura (o "FAA"), o *Financial Advisers Regulations* e as Notificações e Diretrizes relevantes emitidas de acordo com essas leis com relação a qualquer serviço de consultoria financeira que o Credit Suisse AG, Agência de Cingapura, possa prestar ao investidor; em qualquer outro lugar da região Ásia-Pacífico por quaisquer dos seguintes que seja a entidade adequadamente autorizada da jurisdição relevante: Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG, Agência de Cingapura, e, em qualquer outro lugar do mundo, pela respectiva afiliada autorizada das entidades acima.

Este documento não pode ser reproduzido no todo ou em parte sem a permissão escrita dos autores e do Credit Suisse. © 2015 Credit Suisse Group AG e/ou suas afiliadas. Todos os direitos reservados

CREDIT SUISSE AG

Research Institute
Paradeplatz 8
CH-8070 Zurique
Suíça

cs.researchinstitute@credit-suisse.com
www.credit-suisse.com/researchinstitute

