

Research Institute

Liderazgo intelectual de Credit Suisse Research y de los expertos más destacados del mundo



El modelo de las
empresas familiares

Índice

- 03 Introducción
- 04 Información destacada
- 07 ¿Las empresas familiares son una buena inversión?
- 08 El universo CS Global Family 900
- 16 Estudio de caso en EE.UU.: Wal-Mart
- 18 Estudio de caso en Europa: Alfa Laval vs. Hochtief
- 20 Estudio de caso en Asia: Sino Biopharmaceutical vs. CR Sanjiu Pharma
- 32 Argumentos de inversión a favor de las empresas familiares
- 40 ¿Las familias realizan una buena administración?
- 44 Apéndice 1: El universo del CS Global Family 900
- 51 Referencias y lecturas adicionales

Para más información, sírvase contactar a:

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



Introducción

Mucho se ha investigado sobre las empresas familiares para poder establecer si existe una correlación positiva entre la propiedad cerrada de una empresa y su rentabilidad. A la fecha, no hay hallazgos concluyentes, pero la mayoría de los informes tienden a identificar beneficios positivos. Habitualmente los estudios se limitan a mercados aislados y se relacionan con distintos períodos temporales, de modo que resulta difícil establecer una conclusión general y amplia. Con la presentación en este informe del CS Family 900 Universe (un universo de CS formado por 900 empresas familiares), nos proponemos seguir profundizando las conclusiones de varios trabajos anteriores de investigación de Credit Suisse sobre empresas familiares, en particular el artículo técnico de Credit Suisse 01 denominado "Family Businesses in Europe: Growth Trends and Challenges" de febrero de 2007, "The Life-Cycle of UK Family Businesses" de julio de 2008, "Credit Suisse Research Institute's Asian Family Businesses Report 2011" y "Family businesses: Sustaining Performance 2012" y enfocarnos en determinar si existen argumentos empresariales a favor de las empresas familiares en el mundo y, por cierto, si existen argumentos de inversión para accionistas externos.

En el informe técnico de Credit Suisse "Family Businesses in Europe: Growth Trends and Challenges" de septiembre de 2007, resaltamos varios puntos fuertes que caracterizan a las empresas familiares.

- El compromiso a largo plazo de sus propietarios
- Una estructura de propiedad visible e identificable, a diferencia de una estructura de propiedad en manos de numerosos inversores institucionales
- Propietarios que tienen un historial de apoyar a sus empresas durante períodos difíciles
- Nombres comerciales que continúan abriendo puertas en la comunidad empresarial
- Coherencia en la toma de decisiones y en la práctica empresarial, reduciendo así los riesgos empresariales para los proveedores externos de capital
- Una mejor alineación de los intereses de la dirección y de los propietarios

A esto, ahora cabría añadirle varias características que permiten dilucidar en qué se distinguen las empresas familiares y por qué el perfil de rentabilidad es diferente del universo general de empresas:

- El deseo de mantener el control genera más prudencia y se traduce en una gestión y una estrategia más eficiente
- Énfasis en el desarrollo de marcas y productos de valor agregado, lo que naturalmente va unido a los aspectos negativos que el fracaso público conlleva para los propietarios de empresas familiares
- Debido al énfasis en las actividades centrales, son menos proclives a las adquisiciones y su crecimiento es orgánico
- La intensidad de la inversión, ya sea I+D o inversiones generales en bienes de capital, es menor, pero la reducción más limitada del ROE (rendimiento del patrimonio) sugiere que la inversión y la I+D son más eficientes.
- Menos volatilidad que en las empresas con estructura de capital más abierta
- Creación de valor mediante el crecimiento de los activos y unos mayores diferenciales de rentabilidad del flujo de efectivo

La iniciativa empresarial es el fruto de la oportunidad y la necesidad. En vista de que la coyuntura macroeconómica se caracteriza hoy por una mayor desregulación y una menor participación del Estado, hemos observado que las empresas familiares no son únicamente catalizadoras clave del crecimiento económico sino también empleadores de primer orden. Por ello resulta fundamental comprender cómo marchan estas empresas y por qué, y cómo habrán de repercutir en las políticas macroeconómicas y en el desempeño del mercado accionario. Al disminuir la participación del Estado en la economía en todo el mundo, los empresarios serán los innovadores y los catalizadores del crecimiento y desarrollo en el futuro.

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

Información destacada

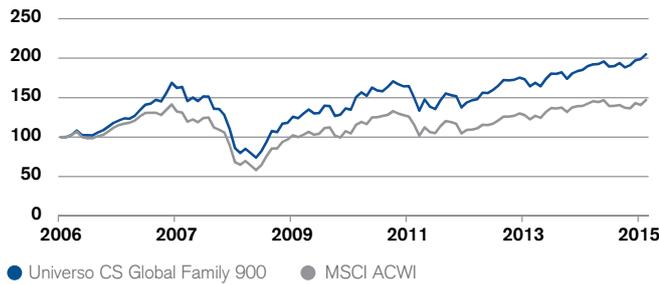
Por primera vez, nos proponemos establecer si las empresas familiares crean riqueza en el mundo, y en tal caso, cómo lo hacen. Comparamos el ciclo de crecimiento y la rentabilidad de las empresas familiares del mundo con el MSCI ACWI, además de las diferencias en las estrategias empresariales para entender el porqué de la rentabilidad superior de las empresas familiares.

Julia Dawson y Richard Kersley

- El universo CS Global Family 900 ha registrado un excedente de rentabilidad de 4,5% medido por la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR, en inglés) frente al índice MSCI All Countries World desde 2006.
- Invertir junto con el fundador genera las mejores rentabilidades para el accionista y el rendimiento superior va disminuyendo en las generaciones subsiguientes.
- Las empresas familiares son un modelo de negocio con un ROE (rentabilidad del patrimonio) más bajo en los mercados más desarrollados de EE.UU. y Europa. El ROE es más alto en Asia y EMEA. Un ROE más bajo es indicativo de estrategias más conservadoras y de prioridades más generales de los propietarios de empresas familiares, que trascienden la simple rentabilidad financiera.
- Sin embargo, a largo plazo, las empresas familiares en el universo CS Global Family 900 han duplicado la ganancia económica —ganancias que sobrepasan el costo de oportunidad de utilizar los activos o el capital— en comparación con los índices de referencia. Para fines ilustrativos, incluimos los estudios de caso de Wal-Mart, Alfa Laval y Sino Biopharmaceuticals.
- Las empresas familiares se negocian con unos múltiplos VE/EBITDA y PB (precio-valor contable) ligeramente más altos que los índices de referencia. La revalorización de las acciones guarda estrecha correlación con la generación de ganancias económicas.
- El apalancamiento es menor en las empresas familiares de EE.UU. y de Europa, como también surgía de investigaciones anteriores. Podemos reducir el apalancamiento tras una crisis con más rapidez en comparación con los índices de referencia. El apalancamiento de las empresas familiares en Asia, en cambio, es más alto.
- El ciclo de negocio es más suave y estable. Se observa que el crecimiento de las ventas es menos volátil a lo largo del ciclo, con máximos más bajos y fondos menos pronunciados.
- Las empresas familiares invierten menos en I+D. En EE.UU., la intensidad de I+D es de tan sólo el 25% de los niveles de referencia; en Europa, se sitúa un 20% por debajo de la referencia. Si bien estas cifras son indicativas de un estilo de gestión más conservador, también consideramos que reflejan una I+D más eficiente, a juzgar por la diferencia relativamente limitada de rentabilidades.
- El crecimiento de las empresas familiares es orgánico. Desde 1990, las fusiones y adquisiciones han representado tan sólo el 2,1% de las ventas frente al 5,8% en las empresas no familiares. Asimismo, observamos que las empresas familiares realizan mejores adquisiciones y a precios más baratos, como se desprende de las mejores cifras de crecimiento y rentabilidad que registran en los tres años posteriores a una adquisición.
- Los riesgos de gobierno corporativo están sobrestimados. Evaluamos las medidas empíricas de calidad de la contabilidad como barómetro del gobierno corporativo y encontramos que existe una alineación más estrecha entre propietarios y participaciones minoritarias que la que el mercado entiende. La calidad de la contabilidad en las empresas familiares es superior y refleja el énfasis de los propietarios en preservar el patrimonio a largo plazo.
- Hallamos que la "supervivencia" y la transición son más fáciles en sectores con mayor dependencia de activos tangibles. Observamos que la dilución de la propiedad es más rápida en empresas fundadas sobre la base de propiedad intelectual. Esto posiblemente obedezca a que las generaciones siguientes no comulgan con la visión o con los intereses del fundador.
- Analizamos los posibles riesgos y los puntos débiles, entre los que se incluyen los riesgos de partes relacionadas, los grupos cerrados de directivos, el empleo de familiares subcualificados y los diferentes derechos de voto.

Figura 1

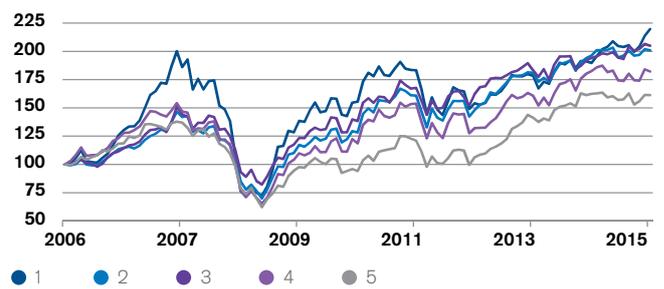
Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 2

Rentabilidad del accionista, por generación

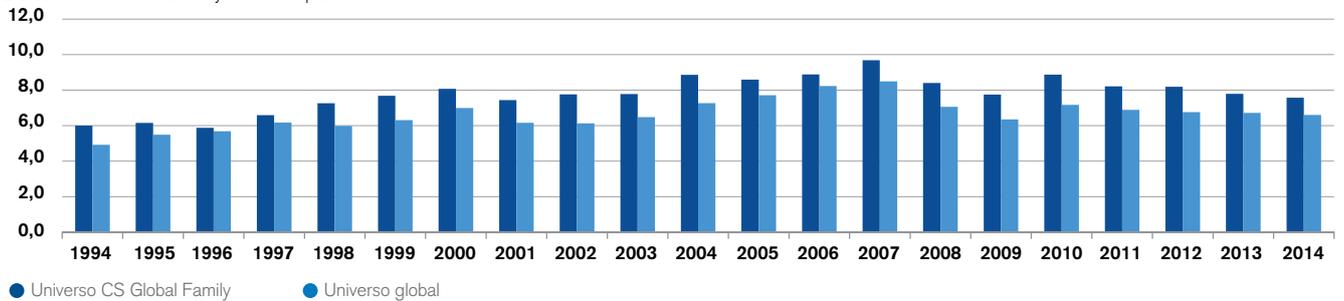


Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 3

Rentabilidad interna de la inversión del Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI

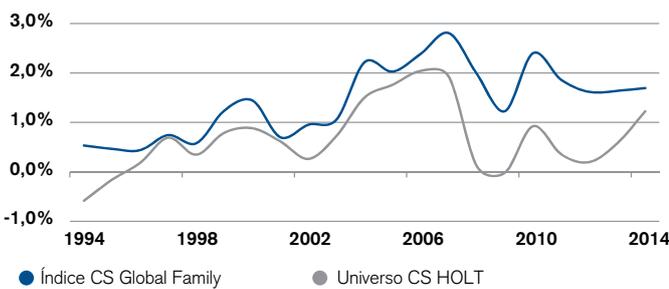
Excluidos los sectores financiero y de servicios públicos



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 4

Ganancia económica como porcentaje del valor de la empresa

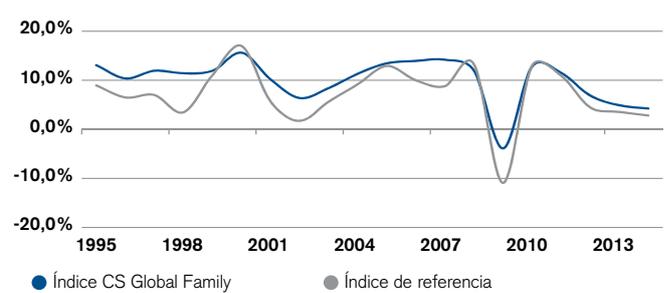


Fuente: Credit Suisse Research

Figura 5

Crecimiento anual de las ventas

Porcentual, excluido el sector financiero



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 6

Las empresas familiares como catalizadores económicos clave

	Empresas familiares (%)	Contribución al PIB (%)	Participación en el empleo (%)
América del Norte	90	EE.UU. 57	EE.UU. 66
Europa	85	70	60
APAC	85	34	57 Sur de Asia/32 Norte de Asia
América Latina	85	60	70
Medio Oriente	90	80	70

Fuente: Anuario de empresas familiares de EY, 2014



¿Las empresas familiares son una buena inversión?

¿Las empresas familiares ofrecen buenas oportunidades de inversión para los accionistas externos? Al utilizar el marco de valuación de Credit Suisse Holt, las empresas familiares parecen demostrar mayores rentabilidades de efectivo y creación de valor económico, lo que explica las primas de valuación y la rentabilidad relativa superior de las acciones.

Hallamos que desde 2006 las empresas familiares han cotizado con una pequeña prima frente al MSCI ACWI del 12% en términos de EV/EBITDA y del 5% en términos de precio-valor contable. Esto implica que los ROE en promedio han sido un 4,3% superiores al índice de referencia y la rentabilidad interna de la inversión (CFROI) más de un 9%. Si bien existen diferencias regionales en la rentabilidad,

habitualmente menor en empresas más maduras de Europa y EE.UU., creemos que los inversores están dispuestos a pagar esta pequeña prima a cambio de un ciclo de venta y rentabilidades más estables en comparación con las referencias, además de la creación de valor sostenido a largo plazo que se desprende de niveles más altos de ganancia económica y de CFROI.

Figura 7

Rentabilidades y valuaciones de empresas familiares - 2014

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Deuda neta/ patrimonio (%)	Deuda neta/ EBITDA (x)
Global	11,5	6,4	10,6	2,1	52,0	1,8
EE.UU.	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
Asia	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

Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 8

Rentabilidades y valuaciones comparativas frente al MSCI ACWI – 2014

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Deuda neta/ patrimonio (%)	Deuda neta/ 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
Prima/Descuento	-4,8	1,0	12,3	-1,2	7,9	17,1

Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 9

Rentabilidades y valuaciones comparativas frente al MSCI ACWI – desde 2006

	ROE (°)	CFROI (°)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Deuda neta/ patrimonio (°)	Deuda neta/ 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
Prima/Descuento	5,0	9,1	11,8	5,1	12,4	19,8

Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

El universo CS Global Family 900

Creamos una cesta de 900 empresas del mundo donde los fundadores o las familias de los fundadores conservan más del 20% de las acciones en circulación. Nuestros estudios de caso de Wal-Mart, Alfa-Laval y Sino Pharmaceuticals ilustran el efecto catalizador de las empresas familiares en la creación de riqueza a largo plazo en comparación con otras compañías con una mayor apertura del capital.

Hemos armado una base de datos de 920 empresas que cotizan en bolsa en el mundo con una capitalización bursátil mínima de USD 1.000 millones y una participación accionaria familiar de al menos el 20% de las acciones en circulación. Encontramos ejemplos en 35 países. La preponderancia de estas empresas, en cuanto a cifras, se encuentra en Asia, lo que obedece al diferente y más reciente patrón de desarrollo económico de la región, en comparación con Europa y EE.UU. En los mercados más desarrollados, la temática generalizada incluye una estructura de propiedad más fragmentada y muchas familias que se desprenden de sus participaciones a lo largo del tiempo. Las estadísticas citadas con más frecuencia por el Family

Businesses Institute (Instituto de Empresas Familiares) indican que tan sólo un tercio de las empresas familiares llegan hasta la segunda generación; un 12% a la tercera generación; y tan sólo un 3% a la cuarta. En nuestro análisis, hemos neutralizado el efecto de las cifras más elevadas de compañías asiáticas en este universo de empresas familiares evaluando todos nuestros datos por sector y país en términos neutrales respecto del índice de referencia MSCI ACWI. Excluimos los negocios conjuntos (*joint ventures*) y activos, que anteriormente fueran propiedad del Estado y vendidos al sector privado.

Para obtener información detallada sobre la composición sectorial y por país de las empresas que integran el universo CS Global Family 900, sírvase leer el Apéndice 1.

Figura 10

Las 10 mayores empresas familiares por región

País	Empresa	Símbolo	Sector	Datos de precios		Variación del precio (%)		
				Precio (div. local)	Cap. bur. (mill. \$)	1m	3m	12m
América del Norte								
EE.UU.	Wal-Mart Stores, Inc.	WMT	Consumo básico	74,8	241.397	-4%	-11%	-2%
EE.UU.	Oracle Corporation	ORCL	Tecnología de la información	43,9	191.540	-2%	0%	4%
EE.UU.	Google, Inc.	GOOGL.OQ	Tecnología de la información	554,2	188.819	-1%	-2%	-3%
EE.UU.	Facebook Inc.	FB	Tecnología de la información	80,1	225.066	0%	1%	26%
EE.UU.	Berkshire Hathaway Inc.	BRKa.N	Financiero	217.291,0	179.206	1%	-2%	13%
EE.UU.	Kinder Morgan, Inc.	KMI	Energía	41,6	90.239	-3%	1%	24%
EE.UU.	Nike Inc.	NKE	Consumo cíclico	102,3	87.952	2%	5%	34%
EE.UU.	McKesson Corporation	MCK	Salud	237,8	55.073	6%	4%	26%
EE.UU.	Phillips 66	PSX	Energía	79,6	43.148	-2%	1%	-6%
EE.UU.	Franklin Resources	BEN	Financiero	51,6	31.905	-1%	-4%	-6%
Europa								
SUI	Novartis	NOVN.VX	Salud	98,5	278.918	2%	1%	22%
SUI	Roche	ROG.VX	Salud	282,5	254.426	5%	9%	6%
BEL	Anheuser-Busch InBev	ABI.BR	Consumo básico	112,3	197.476	3%	-1%	39%
FRA	L'Oreal	OREP.PA	Consumo básico	176,5	108.066	4%	9%	37%
ESP	Inditex	ITX.MC	Consumo cíclico	30,7	104.785	7%	9%	44%
FRA	LVMH	LVMH.PA	Consumo cíclico	166,6	92.534	7%	2%	28%
ALE	SAP	SAPG.F	Tecnología de la información	67,8	91.154	0%	8%	21%
ALE	BMW	BMWG.DE	Consumo cíclico	103,1	72.472	-3%	-9%	12%
SUE	Hennes & Mauritz	HMb.ST	Consumo cíclico	342,1	58.988	-1%	-6%	21%
SUI	Compagnie Financiere Richemont SA	CFR.VX	Consumo cíclico	84,2	46.488	-1%	0%	-11%
Asia								
COR	Samsung Electronics	005930.KS	Tecnología de la información	1.307.000	173.855	-6%	-4%	-10%
IN	Tata Consultancy Services	TCS.BO	Tecnología de la información	2.610,0	80.210	5%	-2%	23%
JAP	Softbank	9984.T	Servicios de telecomunicaciones	7.447,0	72.136	-4%	1%	3%
HK	Hutchisonwhampoa	0013.HK	Industrial	115,0	63.245	0%	8%	10%
HK	Sun Hung Kai Properties	0016.HK	Financiero	132,6	49.154	3%	9%	27%
EE.UU.	JD.com, Inc.	JD.OQ	Consumo cíclico	34,0	47.056	-1%	23%	34%
TW	Hon Hai Precision	2317.TW	Tecnología de la información	99,1	48.679	8%	14%	19%
IN	Reliance Industries	RELI.BO	Energía	876,8	44.521	3%	1%	-18%
SIN	Jardine Matheson	JARD.SI	Industrial	62,7	43.817	2%	-3%	2%
JAP	Fast Retailing	9983.T	Consumo cíclico	51.300,0	42.150	5%	11%	51%



Un crecimiento superior y más estable

Desde 1995, las empresas familiares de nuestro universo han registrado un crecimiento anual de las ventas del 10%, frente a un 7,3% de las empresas del MSCI ACWI. Desde 2006, este crecimiento de las ventas ha promediado un 8,5% en el caso de empresas familiares, frente a un 6,2% del índice de referencia. Todos los años, salvo dos, el crecimiento de las ventas ha sido superior en las empresas familiares, como puede observarse en la Figura 11. Este crecimiento de las ventas ha sido menos volátil durante las series temporales, incluso durante la burbuja y el estallido de Internet (2001-2002) y la crisis financiera de 2008, cuando las empresas familiares registraron los valores máximos y mínimos más bajos.

Los motivos de este crecimiento superior son múltiples, pero, en nuestra opinión, una estrategia corporativa a largo plazo es fundamental para la naturaleza estructural de este crecimiento más elevado y menos volátil (Figura 11). En nuestro informe CSRI, "Family Businesses: Sustaining Performance", el 40% de los propietarios de primera y cuarta generación indicaron que el plazo habitual de recuperación de una nueva inversión era de 5 a 10 años, y más del 50% de los propietarios de segunda y tercera generación esperaban recuperar las nuevas inversiones en un lapso de 3 a 5 años. El 60% de los encuestados expresaron que la perspectiva del equipo administrativo a largo plazo era importante para la continuidad de los resultados de sus empresas.

En el marco de este enfoque a largo plazo, la importancia de la calidad del producto o del servicio, el desarrollo de relaciones a largo plazo con los clientes y de lealtad a la marca, además del énfasis en productos esenciales y la innovación en los mismos más que la diversificación son elementos que contribuyen a explicar esta rentabilidad superior. También observamos que el coeficiente de reparto de dividendos más bajo de las empresas familiares (que se analiza a continuación) les permitía conservar los flujos de efectivo internamente y ayudar a financiar el crecimiento.

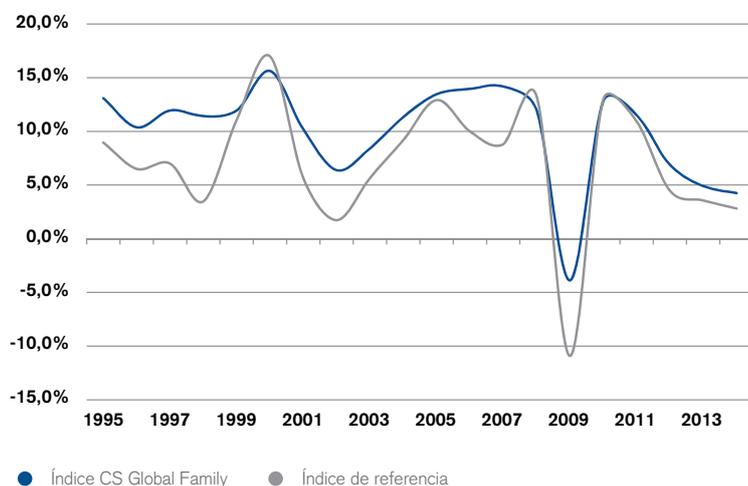
Rentabilidad del patrimonio para captar la creación de valor

Considerando la rentabilidad en términos de rendimiento del patrimonio (ROE), nuestro análisis indica que desde 2006, el universo CS Global Family 900 ha generado rentabilidades anuales de 50 puntos básicos superiores a las del índice MSCI ACWI. Estas están impulsadas fundamentalmente por superiores ROE de empresas familiares en Asia, Japón y EMEA. Las empresas familiares de EE.UU. han generado

Figura 11

Crecimiento de las ventas en el universo CS Global Family 900

Porcentual, excluido el sector financiero



Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

ROE que promedian unos 250 puntos básicos por debajo del índice de referencia, pero, como se observa en la Figura 13, el perfil de rentabilidad es más suave durante el ciclo. En períodos de crecimiento, las rentabilidades de las empresas familiares promedian 270 puntos básicos por debajo del índice de referencia, pero en períodos de crecimiento más lento, como desde la crisis financiera de 2008, esta rentabilidad relativa inferior se estrecha a 180 puntos básicos. Pese a ser más bajas, esto implica rentabilidades más estables en el tiempo y es el resultado de estrategias a largo plazo inherentes a los modelos de empresas familiares, a diferencia del énfasis en la rentabilidad a corto plazo de las empresas con una mayor diversidad de accionistas. Consideramos que las empresas familiares de EE.UU. están dispuestas a sacrificar algunas rentabilidades financieras para captar otros rendimientos no económicos y preservar el estatus quo y la estructura de propiedad.

En Europa, también se observa un perfil de rentabilidad más bajo comparado con el índice de referencia, pero con un mayor nivel de volatilidad. Antes de una crisis, es decir, en un período de crecimiento macroeconómico superior, las rentabilidades de las empresas familiares europeas eran 60 puntos básicos inferiores a las del índice de referencia y, con posterioridad a la crisis —un período caracterizado por un crecimiento muy limitado en Europa— los niveles ROE promediaron 10 puntos básicos por debajo del índice de referencia. Así pues, si bien las rentabilidades en Europa están más cerca del índice de referencia que en EE.UU., el perfil es considerablemente más volátil y la desviación estándar de los ROE de empresas familiares europeas es del 4,4% frente a un 2,6% en EE.UU. y un 2,1% del índice de referencia global. Esto podría sugerir una estructura de capital menos eficiente.

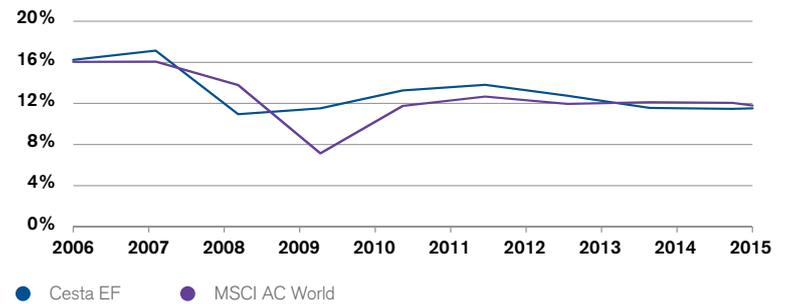
En Asia, el diferencial de la rentabilidad promedio entre las empresas familiares y el índice de referencia es de apenas 20 puntos básicos en el período completo de 9 años y, también en este caso, el perfil de rentabilidades es más suave. Un dato interesante es que el piso de los ROE en las empresas familiares de Asia sin Japón era del 12% en 2008, unos 340 puntos básicos por encima del piso del índice de referencia. Esto contrasta fuertemente con las empresas familiares de EE.UU. y Europa, donde las rentabilidades mínimas se situaban un 2%-5% por debajo de los índices de referencia generales; en otras palabras, las empresas familiares fueron las más castigadas por la crisis de 2008. De este modo, hasta 2013, se observa una rentabilidad más sólida de las empresas familiares en años de crecimiento macroeconómico superior y un descenso más limitado durante períodos macroeconómicos más difíciles.

Más rentabilidad interna de la inversión (CFROI)

Sin embargo, un análisis simple del ROE presenta una descripción inadecuada del modelo de empresas familiares. El efectivo es una consideración clave en general. Una vez más, usamos la base de datos Credit Suisse HOLT para tener una visión más amplia de la rentabilidad, las mediciones propias de CFROI y de ganancia económica de HOLT, para evaluar los resultados económicos reales de estas empresas, y para determinar si las empresas familiares efectivamente

Figura 12

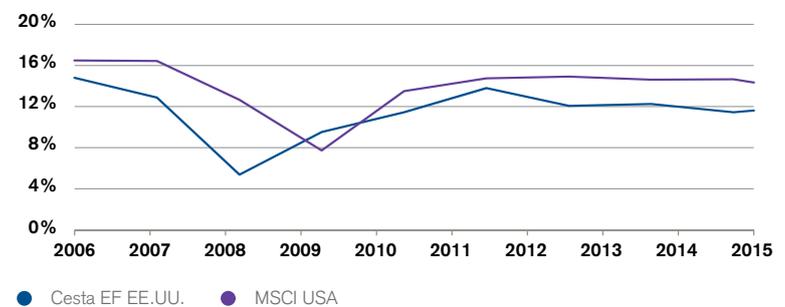
ROE (%) – Universo CS Global Family 900



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 13

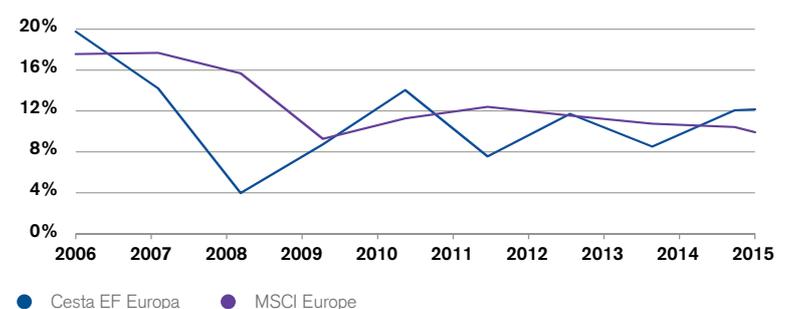
ROE (%) – Empresas familiares de EE.UU.



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 14

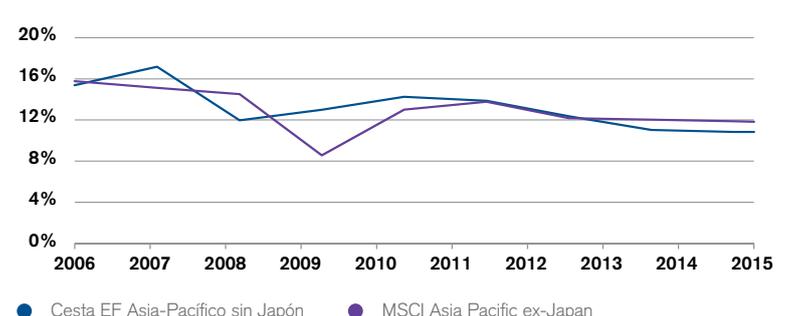
ROE (%) – Empresas familiares de Europa



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 15

ROE (%) – Empresas familiares de Asia sin Japón

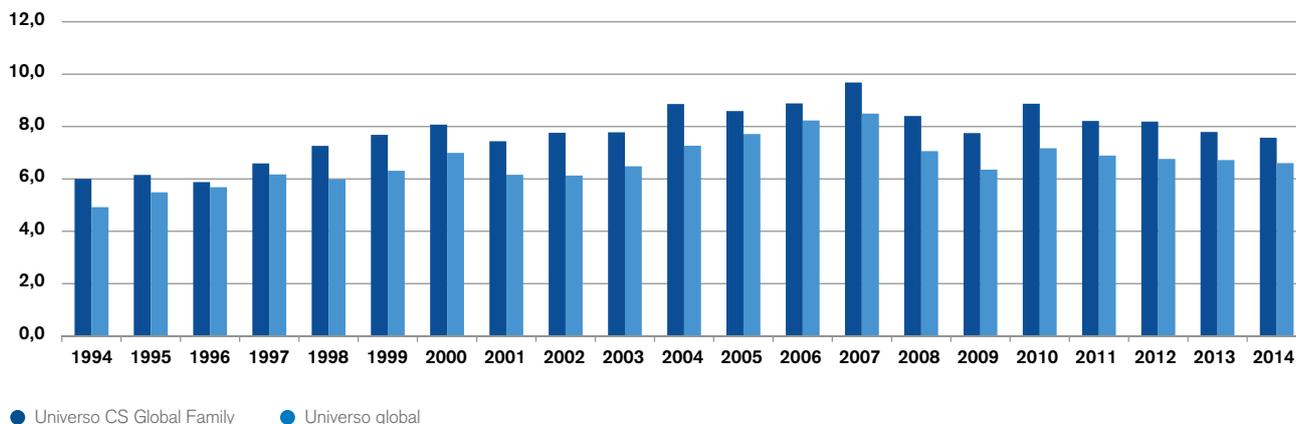


Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 16

CFROI del universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI

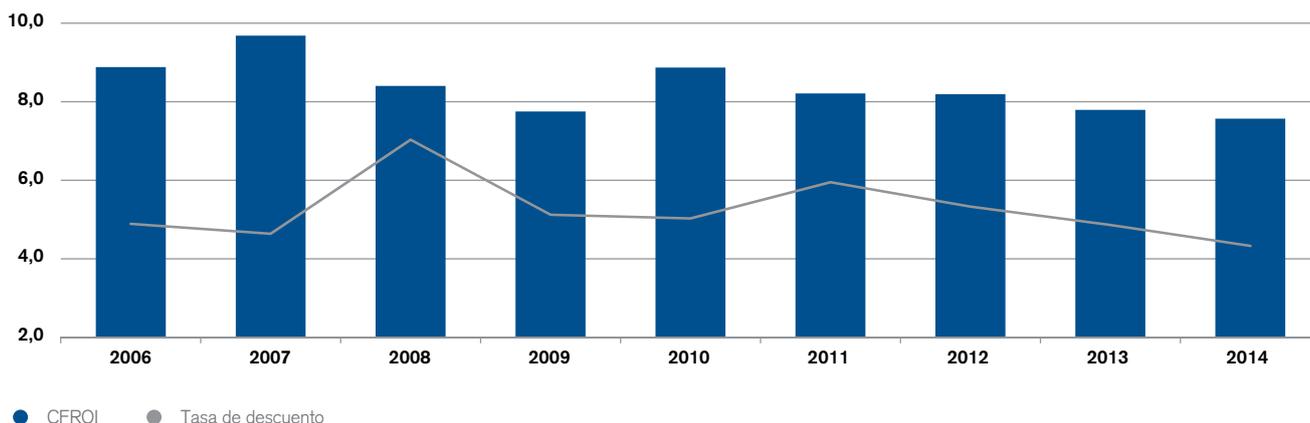
Excluidos los sectores financiero y de servicios públicos regulados



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 17

CFROI frente a costo del capital del universo CS Global Family 900



Fuente: Credit Suisse HOLT

crean valor usando el capital con eficacia a lo largo del tiempo. En esencia, la ganancia económica es la rentabilidad del flujo de efectivo que se genera a partir de los activos de una empresa. La Figura 16 indica claramente que desde 2006 las empresas familiares de nuestro universo han generado cada año un CFROI promedio 130 puntos básicos más alto, en comparación con los componentes del MSCI ACWI (excluidos los bancos y las empresas de servicios públicos regulados) y confirman la rentabilidad superior que se observaba en nuestros informes anteriores sobre empresas familiares en EE.UU. y Europa.

También podemos observar en la Figura 17 que la generación del CFROI ha sido sistemáticamente superior a la tasa de descuento durante este período, en un promedio anual de 320 puntos básicos, frente a 190 puntos básicos en el caso de empresas del universo MSCI ACWI (Figura 18). Este diferencial de 130 puntos básicos es un ejemplo claro de la generación de valor superior de las empresas familiares cuando se realiza un análisis más profundo de las rentabilidades que un simple ROE y subraya valuaciones más altas.

En términos ajustados por sector, consideramos que las compañías de nuestro universo de empresas familiares han generado un CFROI anual más elevado con un promedio del

9,3% desde 2006, donde EE.UU. ha registrado las rentabilidades más elevadas cada año (véase la Figura 19). Una vez más, consideramos que las rentabilidades más dispares de las empresas familiares europeas demuestran que los múltiplos CFROI son más cíclicos aquí que en otras regiones. Esto se debe a la mayor exposición a sectores tales como consumo cíclico y a una mayor dependencia del crecimiento mundial que del regional.

Ganancia económica: creación de valor real

También hemos analizado las empresas familiares en términos de generación de ganancia económica, es decir, el crecimiento del valor como función de los diferenciales de CFROI y del crecimiento de los activos, que demuestra la eficacia del capital invertido. La ganancia económica se define como las ganancias que superan el costo de oportunidad de usar los activos o el capital. En la Figura 20 se observa que en los últimos 20 años el universo de empresas familiares ha generado de manera uniforme una ganancia económica mayor, medida como porcentaje del valor de la empresa. Esto adquiere espe-

cial relevancia en las compañías de crecimiento más alto y explica por qué las empresas pueden generar valor a pesar de la contracción de los márgenes del CFROI desde 2007 (Figura 16).

Cuando se analiza la ganancia económica absoluta (Figura 25), también se observa la disparidad en la creación de valor desde la crisis económica de 2008, ya que la ganancia económica de las empresas familiares se aceleró hasta casi duplicar los niveles anteriores a la crisis, mientras que las compañías en general han tenido dificultades para crear una ganancia económica positiva en los últimos años. En nuestra opinión, esta es una de las razones principales por las que los mercados pagan una valuación superior por las empresas familiares, pese a que su ROE más bajo.

En materia de eficiencia empresarial, analizamos los ratios de rotación de los activos y consideramos que las empresas familiares nuevamente han obtenido ratios sistemáticamente más elevadas (Figura 22). Los niveles de rotación de los activos de las empresas familiares se han mantenido más firmes desde 2008, al caer un 13% frente a más del 16% en el caso del MSCI ACWI. Esto, sumado al más alto diferencial del CFROI que se ilustra en la Figura 21, explica la creciente diferencia de ganancia económica que genera la empresa familiar en comparación con el índice.

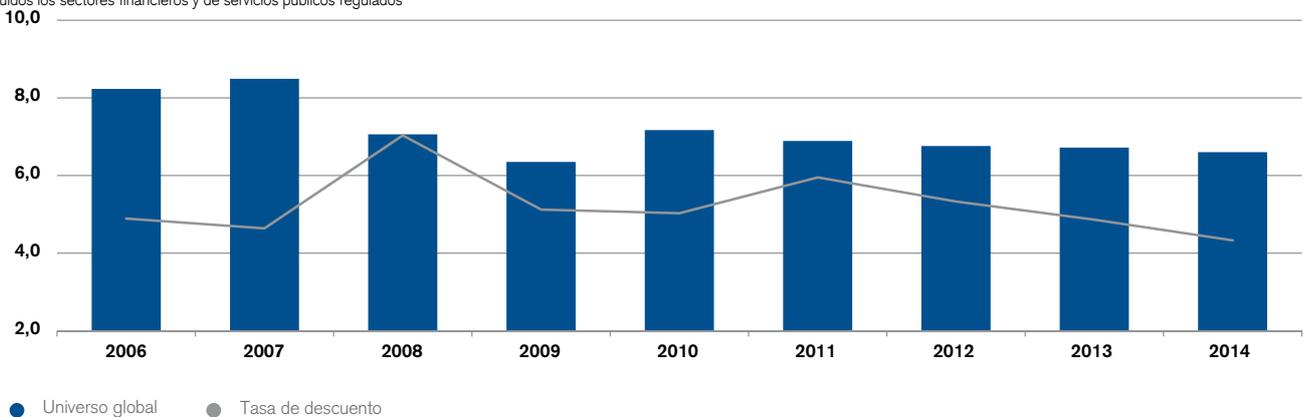


FOTOGRAFÍA: ISTOCKPHOTO.COM/BO1982

Figura 18

CFROI frente a costo del capital del MSCI ACWI

Excluidos los sectores financieros y de servicios públicos regulados

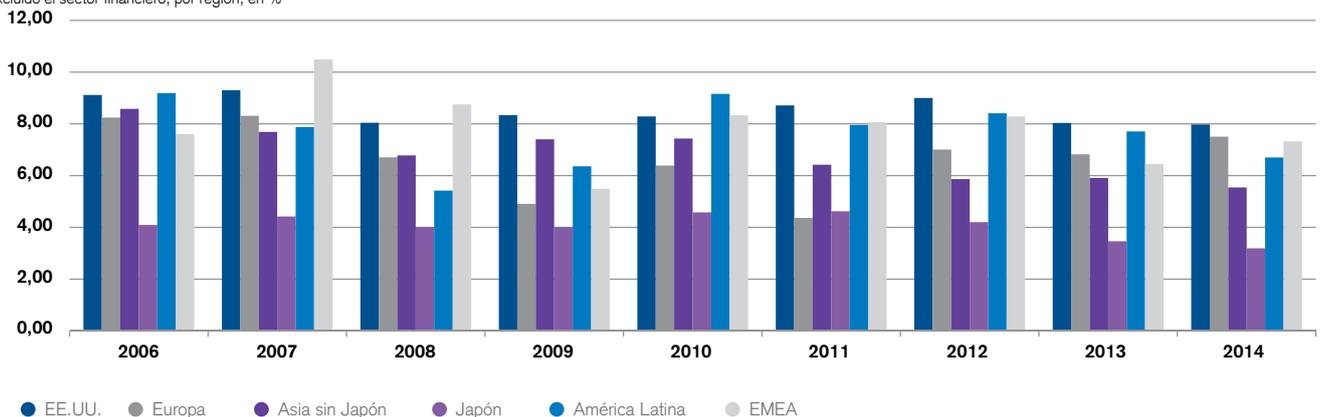


Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 19

CFROI del universo CS Global Family 900

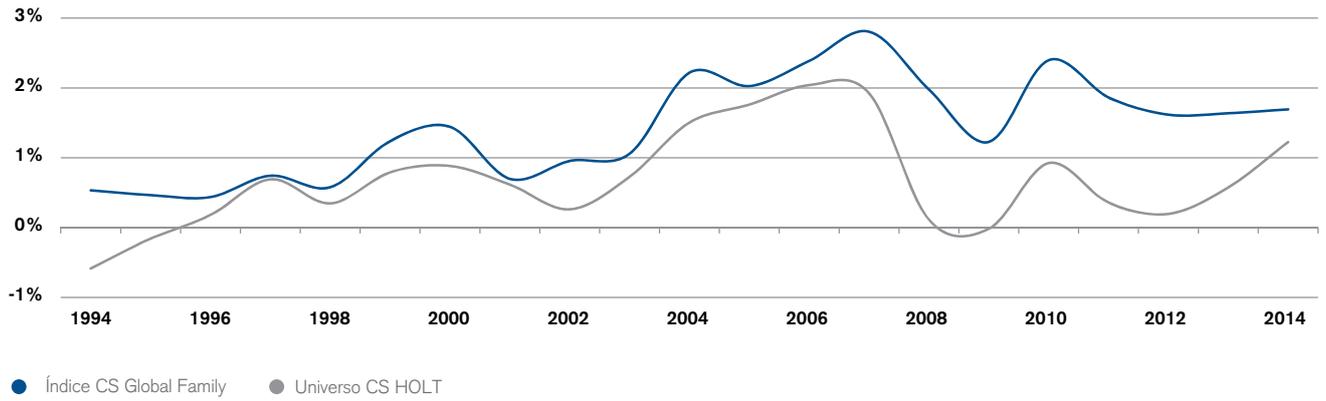
Excluido el sector financiero, por región, en %



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 20

Ganancia económica como porcentaje del valor de la empresa

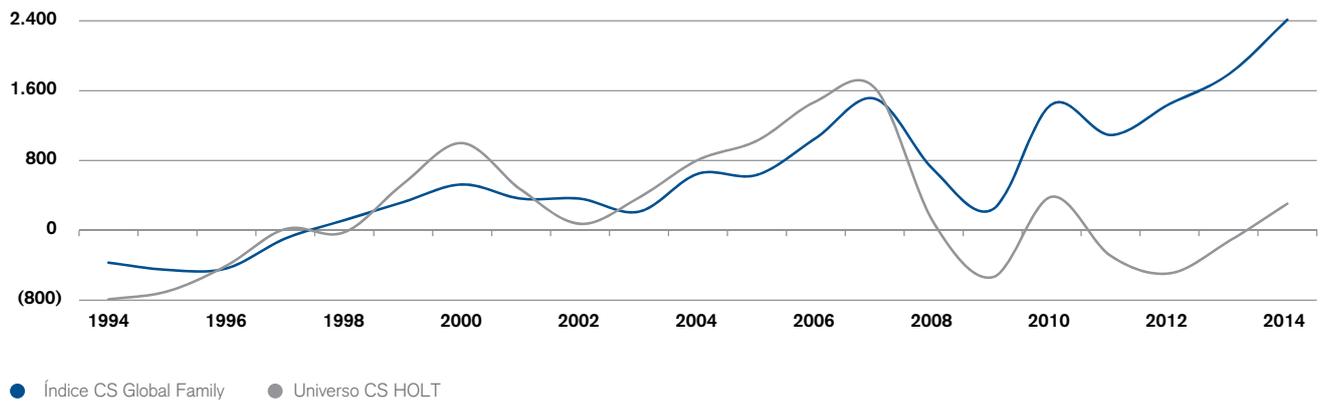


Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 21

Ganancia económica

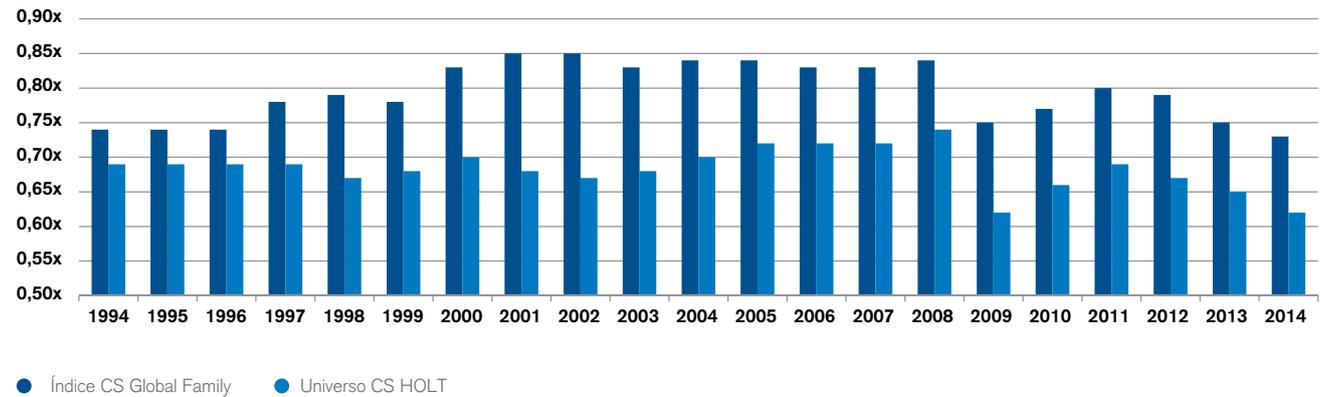
Mill. USD



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 22

Rotación de activos – Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI



Fuente: Credit Suisse HOLT



Estudio de caso de EE.UU.

Wal-Mart

Supercentre



Wal-Mart es la empresa familiar arquetípica, un distribuidor minorista de consumo básico fundado por Sam Walton en 1962 y que aún es controlada por la familia del fundador, quien ostenta una participación del 50,35%. Robert Walton, el hijo mayor del fundador, es presidente y otros dos miembros de la familia ocupan el cargo de consejeros en un consejo de administración conformado por 16 personas. Si bien cabe destacar que las empresas tienen distinto tamaño y mercados objetivo, si comparamos la generación de ganancias económicas de Wal-Mart en relación con otras empresas de distribución minoristas no familiares de EE.UU., como Costco y Whole Foods, se observa que en los últimos 20 años Wal-Mart ha generado sistemáticamente un CFROI y unas ganancias económicas más altas, si bien ahora estos

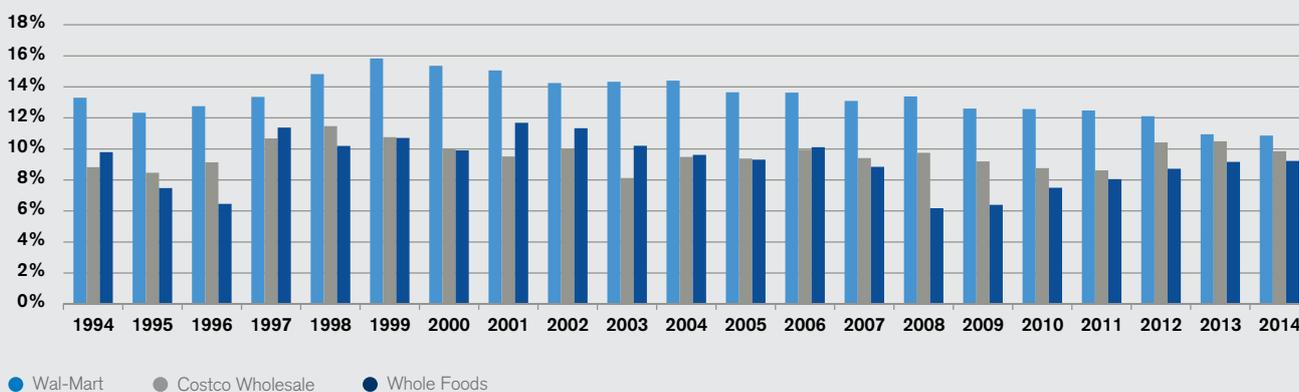
valores están convergiendo. Incluso pese a la disminución de los CFROI, Wal-Mart ha podido generar una ganancia económica superior como porcentaje del valor de la compañía que las empresas minoristas que no son familiares, además de un perfil de CFROI más estable durante ese período.

La Figura 25 muestra el valor que el mercado asigna efectivamente a la generación de la ganancia económica y que el precio de la acción refleja la capacidad de Wal-Mart de dinamizar el crecimiento de los activos, lo que le sirve sobradamente para amortiguar un descenso del CFROI de modo tal que la creación global de valor, de hecho, aumenta.

Figura 23

CFROI de Wal-Mart frente a empresas de distribución no familiares

Porcentaje



Fuente: Datos de las empresas, Credit Suisse HOLT

Figura 24

Ganancia económica de Wal-Mart como % del VE frente a otras empresas de distribución no familiares

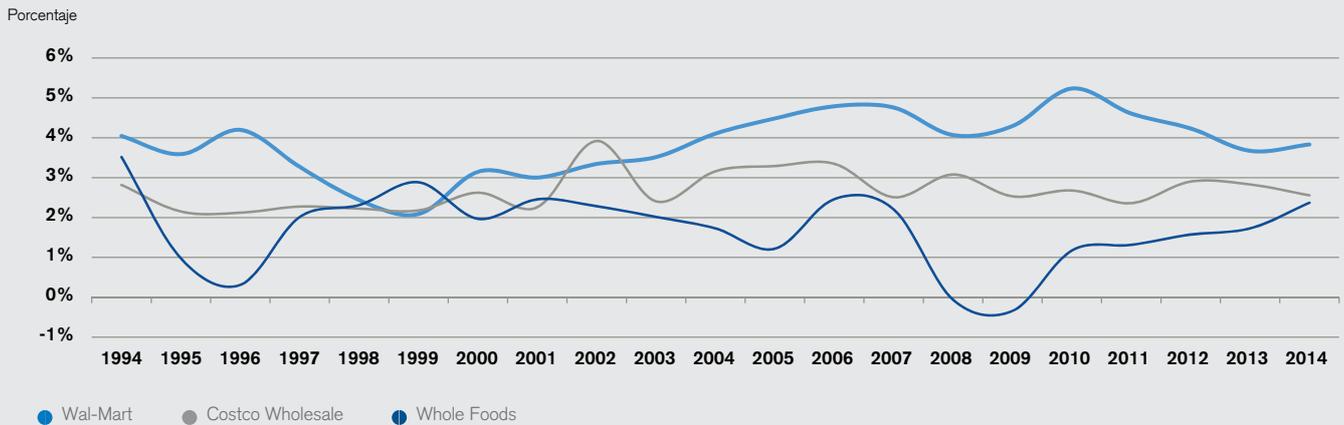


Figura 25

Ganancia económica y capitalización bursátil (miles mill. USD)

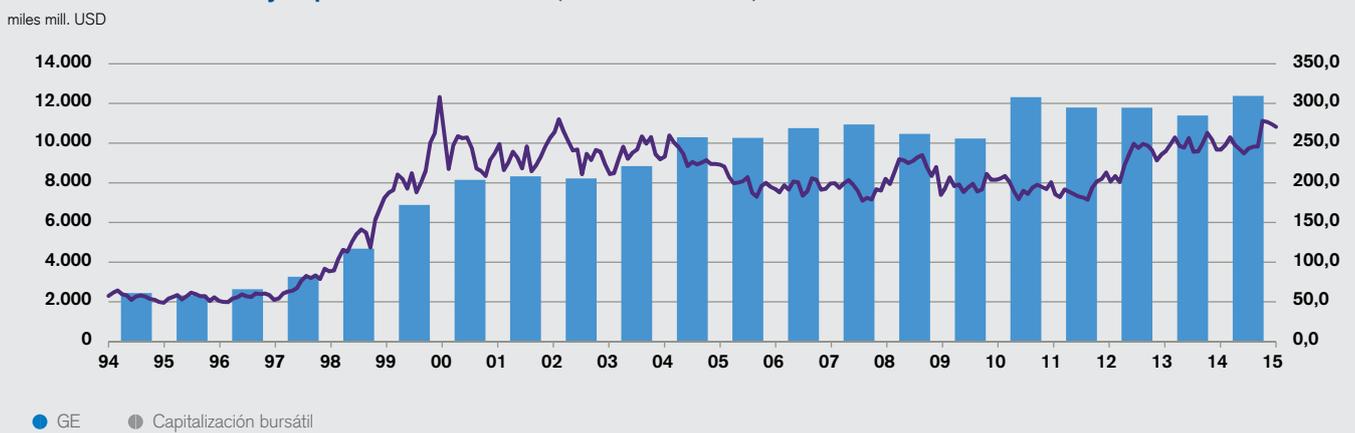
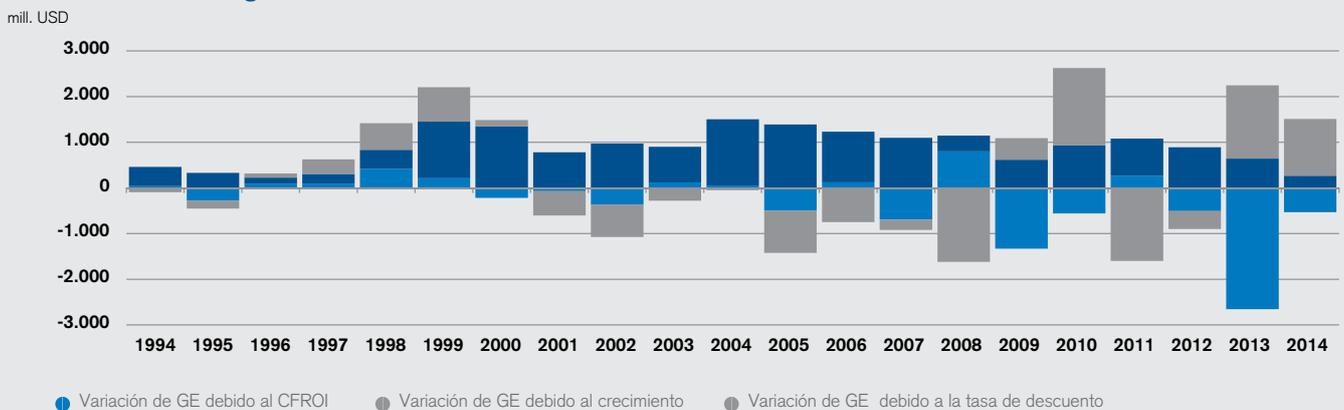


Figura 26

Catalizadores de la ganancia económica





Estudio de caso de Europa

Alfa Laval vs. Hochtief

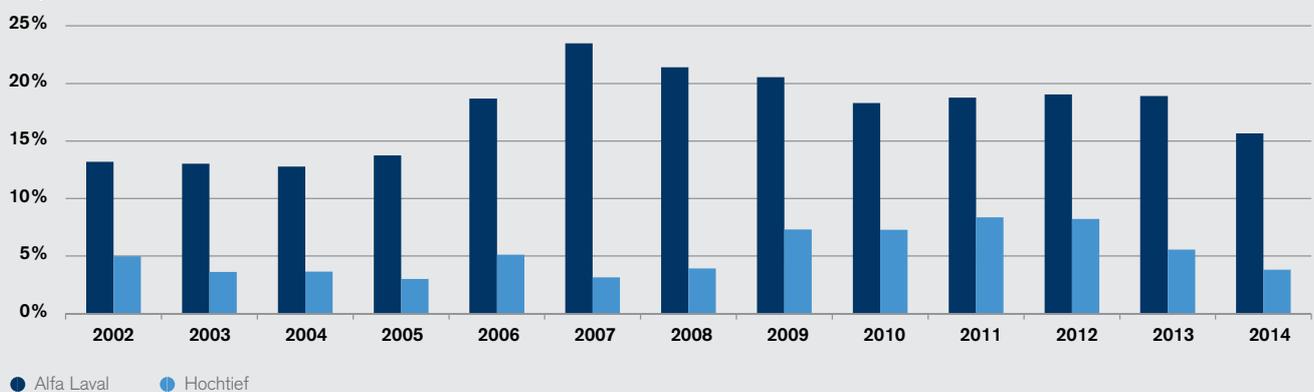
Alfa Laval AB es una empresa sueca de manufacturas e ingeniería fundada en 1883 y controlada por la familia Rausing, la cual ostenta una participación indirecta del 26,1%: Finn Rausing es miembro del consejo de Alfa Laval y del grupo Tetra Laval, que es propiedad absoluta de la familia. Debido a lo difícil que resulta encontrar compañías comparables exactas en su mercado local, comparamos Alfa Laval con Hochtief, una empresa de ingeniería alemana que no es familiar. También en este caso, como en el estudio de Wal-Mart, se observa que la compañía familiar genera un CFROI y una ganancia económica sistemáticamente más altos.

La Figura 29 demuestra la buena correlación que existe entre el precio de la acción de Alfa Laval y la generación de ganancia económica, producto de la capacidad de la empresa para aumentar constantemente las ganancias económicas, en especial gracias al crecimiento y a los niveles sostenibles del CFROI. Entre 2002 y 2007, la generación de ganancias económicas de Alfa Laval mejoró gracias al fuerte aumento del CFROI y, a partir de entonces, la creación de valor ha estado sostenida por el crecimiento a pesar de la caída del CFROI.

Figura 27

CFROI de Alfa Laval frente a Hochtief

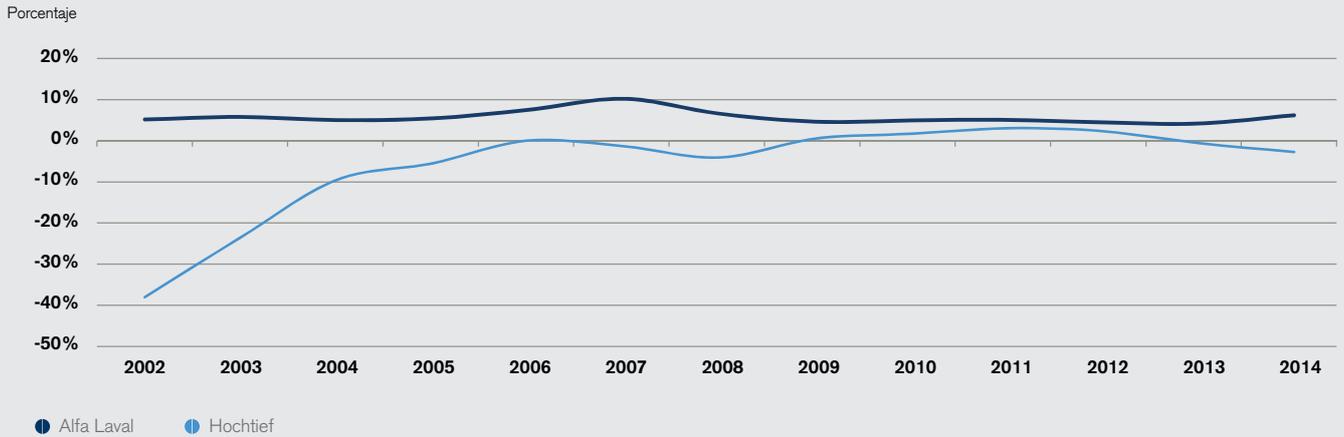
Porcentaje



Fuente: Datos de las empresas, Credit Suisse HOLT

Figura 28

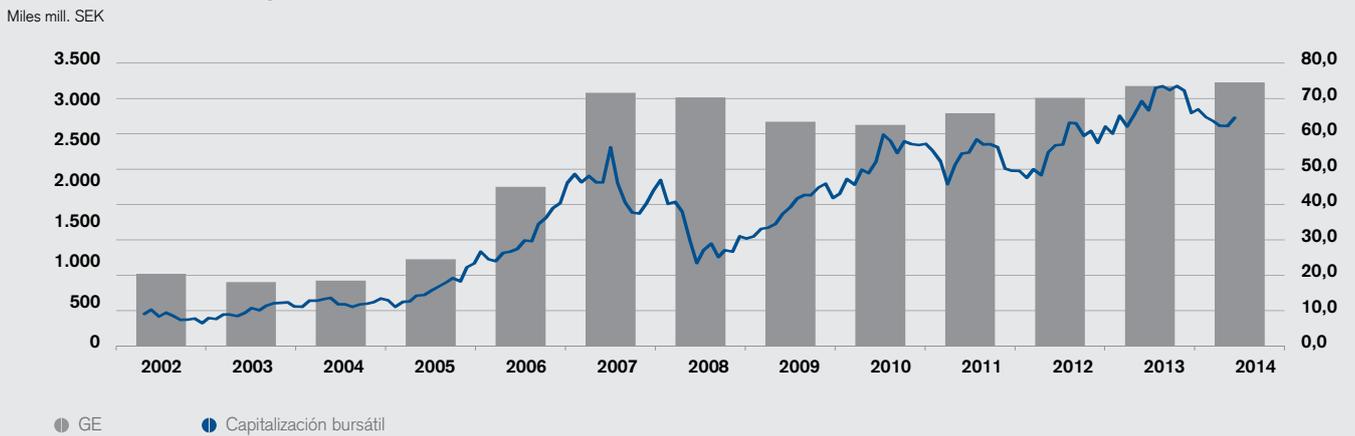
Ganancia económica de Alfa Laval como % del VE frente a Hochtief



Fuente: Datos de las empresas, Credit Suisse HOLT

Figura 29

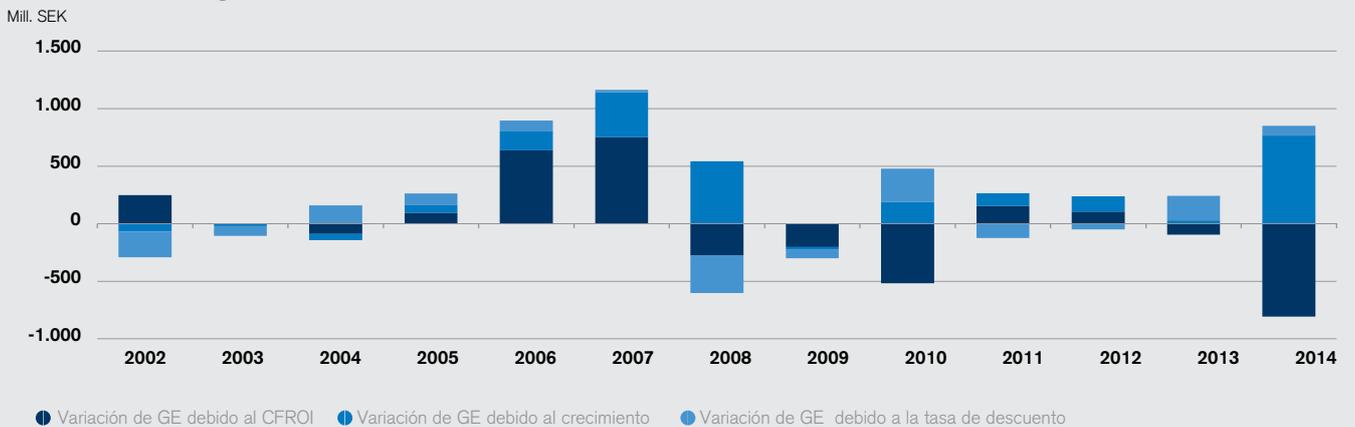
Ganancia económica y capitalización bursátil de Alfa Laval



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse HOLT

Figura 30

Catalizadores de ganancia económica de Alfa Laval



Fuente: Credit Suisse HOLT

Estudio de caso de Asia

Sino Biopharmaceutical vs. CR Sanjiu Pharma

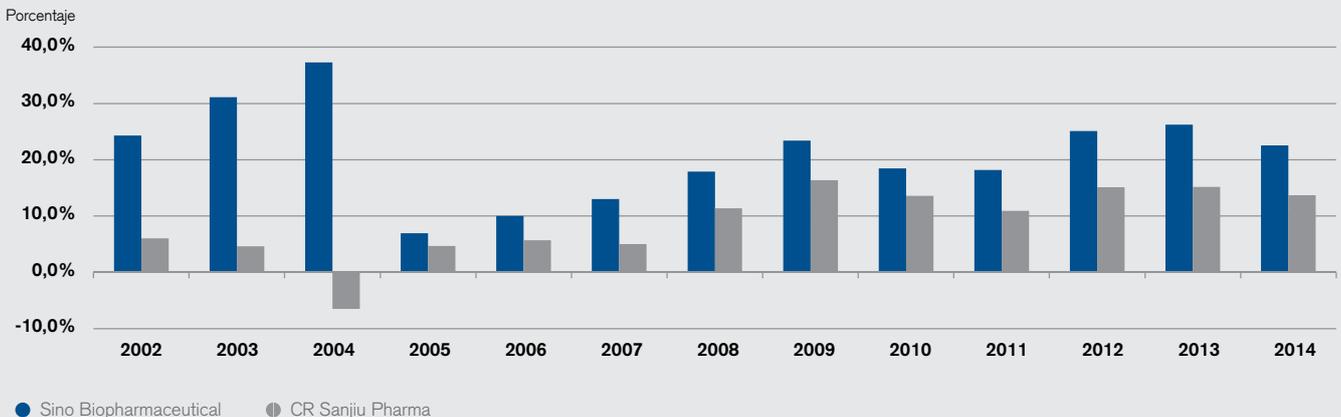
Sino Biopharmaceutical es una empresa farmacéutica integrada de China que desarrolla, fabrica y comercializa medicamentos para la hepatitis, enfermedades cardiorrespiratorias y otras afecciones, como tumores y diabetes. La empresa fue fundada en 2000 por Tse Ping, que conserva una participación del 40,7% con su esposa, tras la oferta pública de venta de acciones de la compañía.

Para los fines de este informe, comparamos Sino Biopharmaceutical con CR Sanjiu Pharma, una empresa farmacéutica estatal fundada en 1999 con base en Shenzhen. Como se observa en las Figuras 35 y 36, Sino Biopharmaceutical demuestra una generación de CFROI y de ganancia económica superior como porcentaje del valor empresarial durante todo el período entre 2002 y 2014.

También en este caso se observa una estrecha correlación entre la generación de ganancia económica y el precio de la acción (Figura 33). La ganancia económica de Sino Biopharmaceutical ha aumentado 28 veces desde 2001, gracias fundamentalmente a un incremento de la base de activos y a una mejora del CFROI con posterioridad a 2005. Durante el mismo período, la capitalización de mercado de la empresa subió de HKD 660 millones a fines de 2001 a cerca de HKD 45.000 millones en la actualidad.

Figura 31

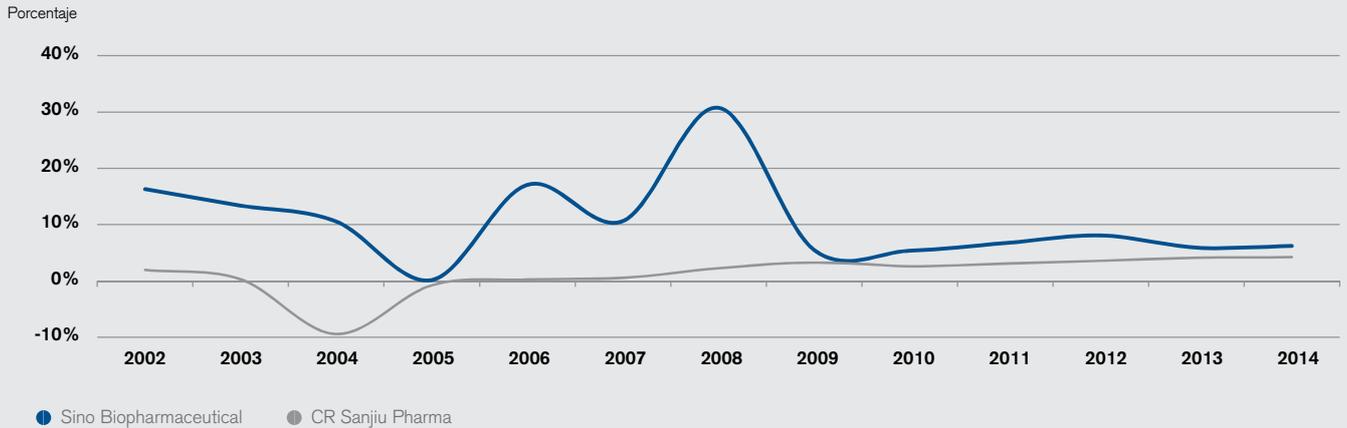
CFROI de Sino Biopharmaceutical frente a CR Sanjiu Pharma



Fuente: Datos de las empresas, Credit Suisse HOLT

Figura 32

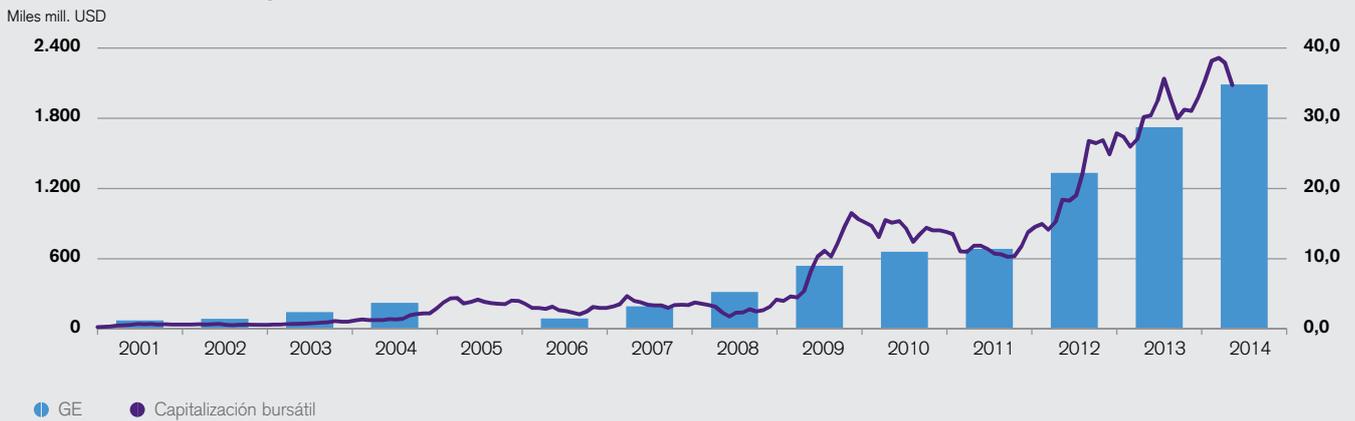
Ganancia económica como % del VE de Sino Biopharmaceutical frente a CR Sanjiu Pharma



Fuente: Datos de las empresas, Credit Suisse HOLT

Figura 33

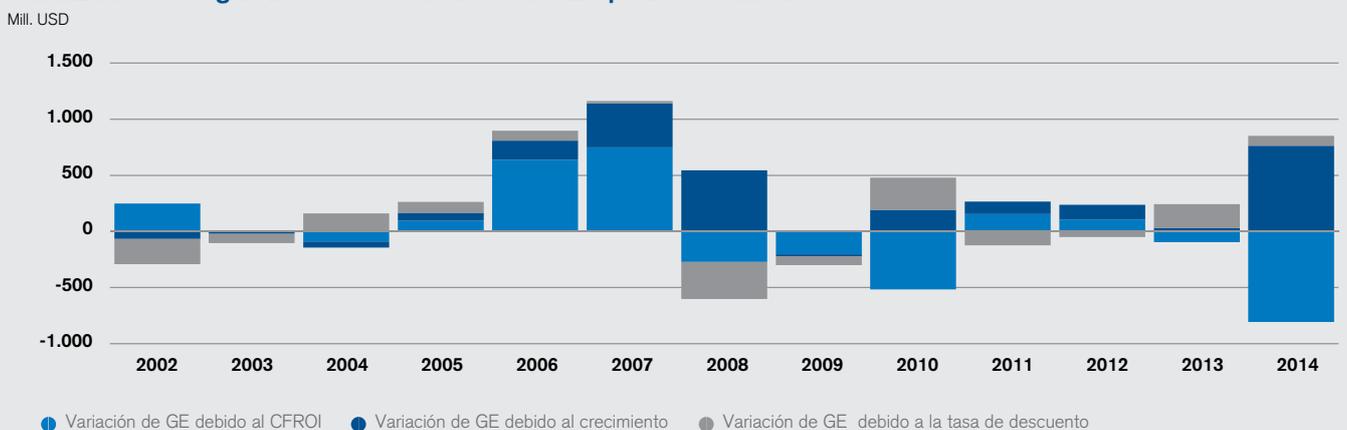
Ganancia económica y capitalización bursátil de Sino Biopharmaceutical



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse HOLT

Figura 34

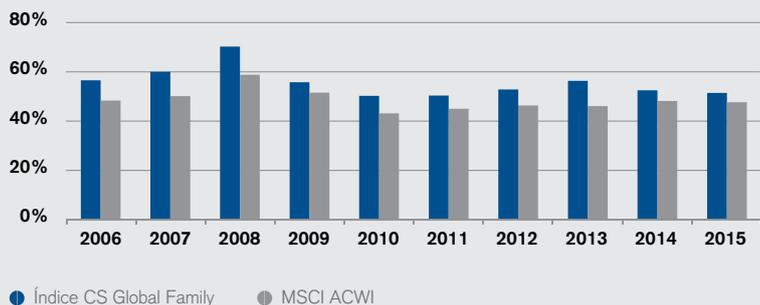
Catalizadores de ganancia económica de Sino Biopharmaceutical



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse HOLT

Figura 35

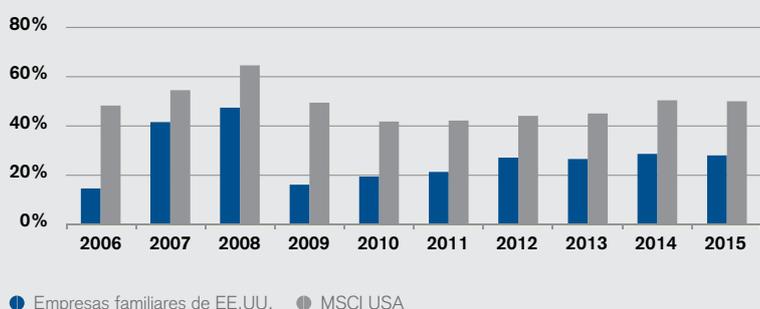
Deuda neta/patrimonio – Universo CS Global Family 900



Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 36

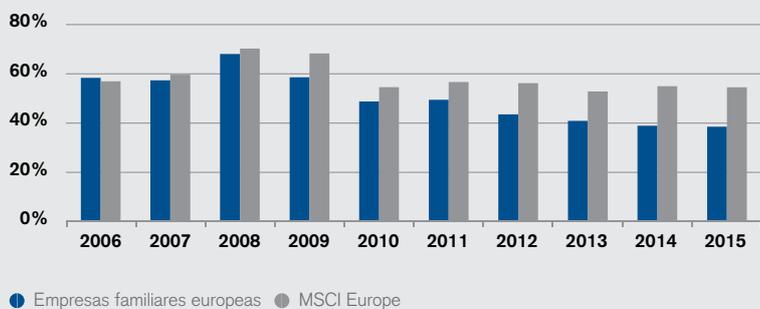
Deuda neta/patrimonio – Empresas familiares de EE.UU.



Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 37

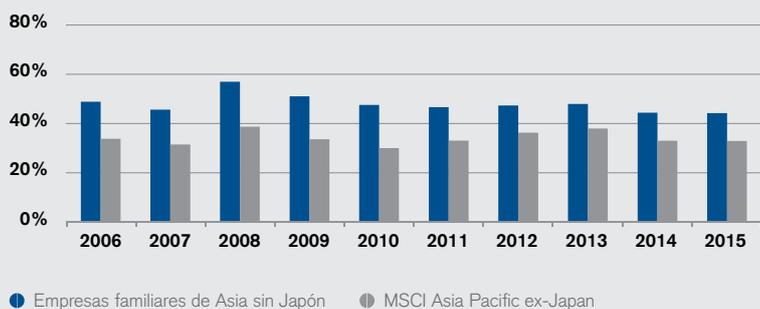
Deuda neta/patrimonio – Empresas familiares de Europa



Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 38

Deuda neta/patrimonio – Empresas familiares de Asia sin Japón



Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse



El apalancamiento es menor en EE.UU. y en Europa, como cabía esperar

En los estudios académicos, se da mucha importancia a la dependencia que las empresas familiares tienen de los recursos financieros internos para financiar el crecimiento y la inversión, a fin de preservar la propiedad y la independencia. Nuestro análisis indica que esto es cierto de las empresas familiares europeas y estadounidenses, mientras que las asiáticas han recurrido a un mayor nivel de financiamiento externo y de apalancamiento. La crisis financiera de 2008 condujo a un rápido proceso de desapalancamiento en las empresas familiares europeas y en las estadounidenses, tanto en términos absolutos como en relación con las compañías no familiares (Figuras 36 y 37), y esto también ilustra el perfil más conservador de su administración y estrategia. A lo largo del período de nueve años, se observa que las empresas familiares europeas han recurrido a un apalancamiento sustancialmente mayor que en EE.UU. Esto obedece, en parte, a que las empresas europeas —en promedio— tienen una proporción mayor de activos tangibles en relación con las empresas estadounidenses, en cuyos balances hay una mayor preponderancia de propiedad intelectual y activos intangibles (debido a la gran ponderación que tiene el sector tecnológico).



Los más altos múltiplos de apalancamiento de las empresas europeas posiblemente también se deban a la mayor volatilidad de las rentabilidades y de la generación de flujos de efectivo que se indicó anteriormente, y, por ende, a un mayor uso de financiamiento externo para satisfacer las necesidades de capital operativo. Pero la Figura 36 muestra, a todas luces, que las empresas familiares estadounidenses han respondido y ayudado a impulsar la recuperación económica aumentando el endeudamiento para financiar el crecimiento.

Observamos un mayor apalancamiento en Asia respecto del índice de referencia (Figura 38). En nuestra opinión, existen tres posibles razones. En primer lugar, las empresas son relativamente jóvenes en la región, por lo cual los fundadores todavía están tratando de mantener el control y de financiar el crecimiento, más que de atenuar el riesgo. En segundo lugar, como se observa en la Figura 38, las empresas son más pequeñas en términos de capitalización bursátil y pueden no haber requerido tanto financiamiento para crecer. Y en tercer lugar, los fundadores quizás no hayan tenido acceso al ahorro, al capital proporcionado por las redes familiares o a otros medios. Observamos que muchas empresas chinas han recurrido en mayor medida al capital riesgo como fuente de financiamiento para el desarrollo.

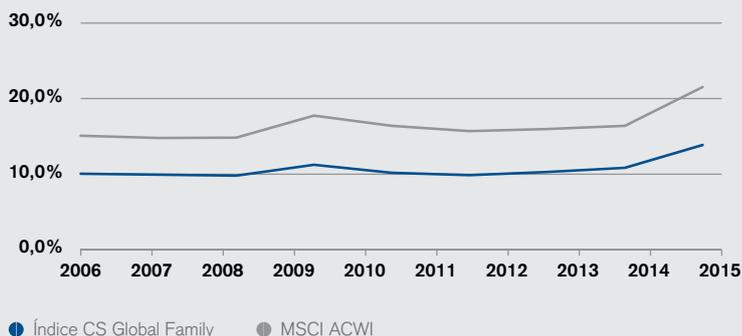
Intensidad de la investigación y el desarrollo (I+D)

Los hallazgos de estudios académicos son ambiguos respecto de si las empresas familiares exhiben una mayor intensidad de la investigación y el desarrollo (I+D), o si son más conservadoras en el gasto en este área debido a un acceso o a un uso más limitado del financiamiento externo. El deseo de proteger su independencia y el estatus quo posiblemente exacerbe la competencia entre investigación y desarrollo e inversiones, y el flujo de efectivo disponible para dividendos.

Nuestros hallazgos son inequívocos. Utilizando la base de datos CS HOLT, hallamos que la intensidad promedio de la inversión de las empresas familiares en investigación y desarrollo, medida por la ratio de I+D capitalizado/ventas, ha sido entre un 5% y 6% inferior a la intensidad de I+D del índice MSCI ACWI, es decir, un 30% más baja en términos absolutos. Al ajustarlo por sectores, se observa que descendió un 17% en 2014. La Figura 39 ilustra que este diferencial de hecho se ha ampliado desde la crisis financiera de 2008, lo que avala el argumento de un estilo de gestión más conservador, con un aumento más lento del capital comprometido en I+D por parte de las empresas familiares después de la crisis, y refleja el desapalancamiento analizado más arriba.

Figura 39

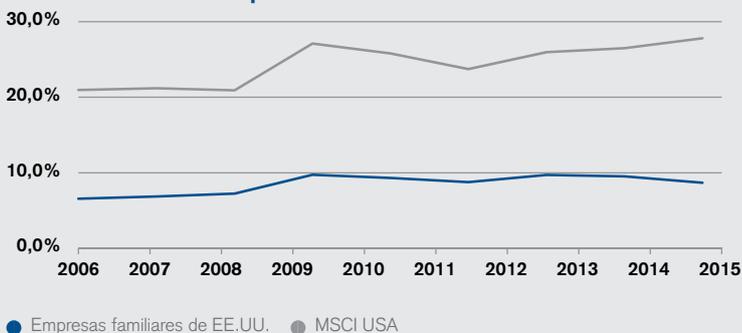
Ratio I+D/ventas – Universo CS Global Family 900



Fuente: Credit Suisse HOLT, Credit Suisse Research

Figura 40

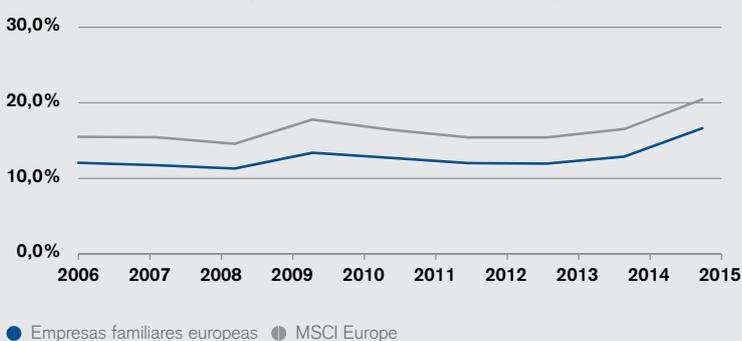
Ratio I&D/ventas – Empresas familiares de EE.UU.



Fuente: Credit Suisse HOLT, Credit Suisse Research

Figura 41

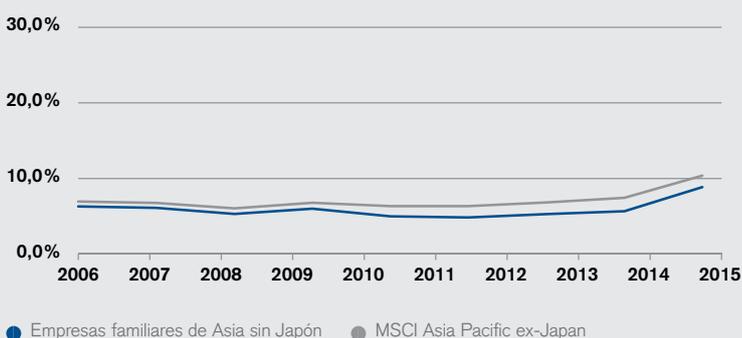
Ratio I+D/ventas – Empresas familiares de Europa



Fuente: Credit Suisse HOLT, Credit Suisse Research

Figura 42

Ratio I+D/ventas – Empresas familiares de Japón sin Asia



Fuente: Credit Suisse HOLT, Credit Suisse Research

Nuestro análisis muestra, además, que esta menor intensidad de I+D en las empresas familiares es característica de todas las regiones. Desde 2006, el promedio del ratio I+D/ventas se ha situado entre el 5% y el 10% tanto en EE.UU. como en Asia sin Japón, aproximándose los niveles asiáticos a los del índice de referencia, con un diferencial de apenas 120 puntos básicos, en promedio, desde 2006, debido a la fuerte ponderación de las empresas familiares en Asia en general. Sin embargo, observamos una variación mucho mayor en EE.UU. donde, aunque la ratio I+D/ventas oscila también entre un 5% y un 10%, las ventas se sitúan un 16% por debajo de los niveles de referencia. Dicho de otro modo, la intensidad de I+D en las empresas familiares estadounidenses representa en realidad tan sólo una cuarta parte de los niveles de referencia. Como se observa en la Figura 13, estas mismas empresas generaron, en promedio, una rentabilidad del patrimonio 250 puntos básicos más baja durante el período 2006-2014. En nuestra opinión, la discrepancia entre los niveles y rentabilidades de la inversión en I+D estaría sugiriendo que las empresas familiares estadounidenses son mucho más eficientes en sus elecciones y prioridades de I+D, más que obedecer simplemente a un perfil de administración más conservador.

En el caso de Europa, observamos niveles mucho más elevados de I+D en las empresas familiares en la Figura 41, con un promedio de 12,8% de las ventas en los últimos nueve años, si bien este nivel aún es un 4% inferior al del índice de referencia. Sin embargo, como porcentaje de las ventas, esta cifra es más del doble del nivel de las empresas familiares estadounidenses. Esto obedece, en parte, a la diferente exposición sectorial, dado que las compañías de salud tienen una ponderación mucho más elevada en nuestro universo de empresas familiares europeas, en comparación con EE.UU. En general, en el sector de salud la ratio de I+D capitalizada duplica la del sector tecnológico, y es tres veces superior a la del sector de consumo cíclico.

Una explicación interesante de la heterogeneidad de perfiles de I+D según Kotlar, Fang, De Massis y Frattini es que los directivos son más proclives a aumentar el gasto en I+D cuando no están alcanzando los objetivos de rentabilidad. Si el objetivo principal del propietario de una empresa familiar es mantener el control en lugar de maximizar las ganancias, existen menos incentivos para incrementar el gasto en I+D para impulsar las rentabilidades, o por lo menos las rentabilidades a corto plazo. Este argumento también sirve para explicar, al menos en parte, la diversidad de concentraciones de I+D.

¿Las empresas familiares son más eficientes en la actividad de fusiones y adquisiciones?

Si las empresas familiares habitualmente recurren más a fuentes internas de financiamiento, y si los proyectos de inversión relativos y/o adquisiciones compiten por recursos más limitados, cabría esperar que la dirección de estas compañías tome decisiones de inversión óptimas y que las rentabilidades de las inversiones y las adquisiciones sean, por tal razón, más elevadas o eficientes. Si las empresas familiares están más orientadas al crecimiento orgánico que a las adquisiciones, ¿se puede demostrar esto en términos de ventas? Una vez más, al utilizar la base de datos Credit Suisse HOLT y el sistema de puntuación de fusiones y adquisiciones, advertimos diferencias notables tanto en el nivel de la actividad de fusiones y adquisiciones, como en el éxito de estas operaciones cuando se realizan.



Hemos medido la actividad de fusiones y adquisiciones en el universo de las empresas familiares y la comparamos con la de compañías no familiares en la base de datos CS HOLT. Hallamos que, desde 1990, las empresas familiares han gastado en promedio un 2,1% de las ventas en fusiones y adquisiciones al año, en comparación con un 5,8% en las compañías no familiares. En términos absolutos, la cifra es inferior en más de un 60% y se condice con un menor nivel de I+D, lo que avala la interpretación de una gestión conservadora y la mayor propensión al crecimiento orgánico que al impulsado por adquisiciones.

Empleando el sistema de puntuación Credit Suisse HOLT, podemos medir la mejora o la reducción en CFROI en los tres años siguientes a una adquisición, al igual que el crecimiento. Además, el sistema de puntuación determina el precio relativo pagado para medir si el precio de la adquisición fue barato o caro. Si bien otros factores también contribuyen al éxito o al fracaso de las fusiones y adquisiciones, las superiores rentabilidades relativas de las empresas familiares adquirentes son muy llamativas. El incremento promedio de CFROI es del 21% en las empresas familiares al cabo de tres años, frente a 9% en el universo general de adquirentes. A la vez, el crecimiento promedia el 22% al cabo de tres años en las empresas familiares adquirentes, frente a 7% en todas las empresas.

Las empresas familiares adquirentes también exhiben un mayor poder de fijación de precios que el promedio de las compañías, como se observa en la Figura 43. El superior incremento del CFROI al cabo de los tres años de la adquisición se corresponde con los CFROI generalmente más elevados que observamos en las empresas familiares.

¿Cuáles son, entonces, los aspectos negativos de las empresas familiares?

¿Hay aspectos negativos? Sí, desde luego, y estos se refieren principalmente a las deficiencias en el área de gobierno corporativo y a la incapacidad de las minorías de controlar o ejercer una influencia positiva sobre los propietarios directivos. Aunque estos riesgos pueden percibirse como mayores de lo que en realidad son, quisiéramos, no



obstante, resaltar algunos ejemplos recientes que ilustran estas preocupaciones.

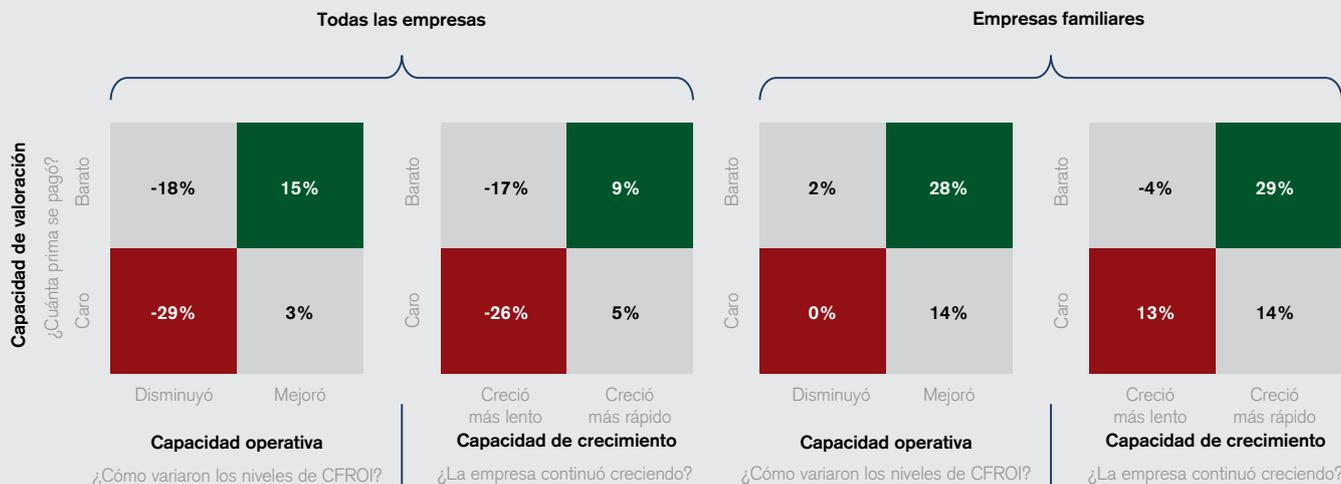
Banco Espírito (BES), el mayor banco cotizante de Portugal por volumen de activos, colapsó en agosto de 2014. La familia Espírito Santo mantenía una participación del 25% en el BES a través de sociedades de control, una de las cuales, Espírito Santo Financial Group, fue intervenida judicialmente a fines de julio de 2014 tras incumplir con sus obligaciones de deuda a corto plazo, en medio de informes de prensa que hablaban de irregularidades contables (FT, 30 de mayo de 2014). Esto pone de manifiesto los riesgos de los propietarios y las transacciones de partes relacionadas sobre las cuales las minorías no tienen influencia.

Acontecimientos recientes en Suecia subrayan los posibles riesgos de una dirección concentrada y de la

Figura 43

Comparación del historial de fusiones y adquisiciones de todas las empresas con las empresas familiares

Excedente de rentabilidad total del accionista tras la adquisición, media de tres años



Fuente: Credit Suisse HOLT



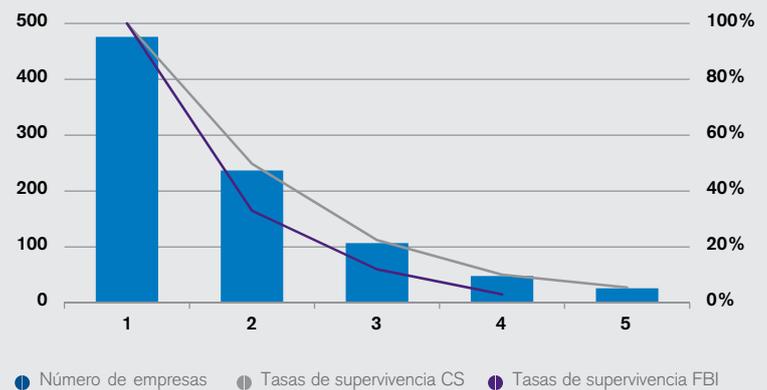
falta de independencia real del consejo. Pese a no ser una empresa familiar, la naturaleza cerrada de la propiedad de Industrivärden ha sido criticada como un riesgo de gobierno corporativo, a la luz de las divulgaciones de prensa que señalan que los directivos utilizan aviones de la empresa para uso personal y que algunos consejeros aprueban sus gastos entre ellos (FT, 27 de abril de 2015). Si bien no sugerimos que las empresas familiares vayan a actuar de forma similar a los directivos de Industrivärden, un grupo relativamente cerrado de directivos y consejeros podría presentar riesgos similares para las minorías.

La contratación de familiares subcualificados que perciben salarios excesivos suele citarse como un riesgo específico de las empresas familiares. Pese a esta realidad y a las dificultades particulares de despedir a familiares con bajo rendimiento en el contexto de relaciones familiares más amplias, advertimos un nivel cada vez mayor de preparación profesional e idoneidad en las generaciones posteriores que relevan a los empresarios fundadores. Sin duda, estas cuestiones revisten una mayor importancia cuando las familias poseen una participación mayor en la empresa.

Varias empresas familiares ofrecen diferentes clases de acciones, mayormente acciones sin derecho a voto, a los accionistas externos. Esto ha sido una tendencia en muchas empresas de tecnología que realizaron ofertas públicas de venta de acciones (OPV) en los últimos años, mediante las cuales los fundadores pudieron vender acciones y al mismo tiempo asegurarse el control. La junta general de accionistas de Renault puso de relieve las desventajas de las propuestas de distintos derechos de votos cuando el gobierno francés empleó la Ley Florange para asegurar derechos de voto doble para su participación del 15% en la empresa. Esta ley consagra el derecho a tener derechos de voto doble a los accionistas de empresas francesas registrados por más de dos años. Dado que la mayoría de las acciones minoristas son mantenidas al portador, y que son los accionistas más grandes y en particular los accionistas clave, los que están designados en el registro, esta ley

Figura 44

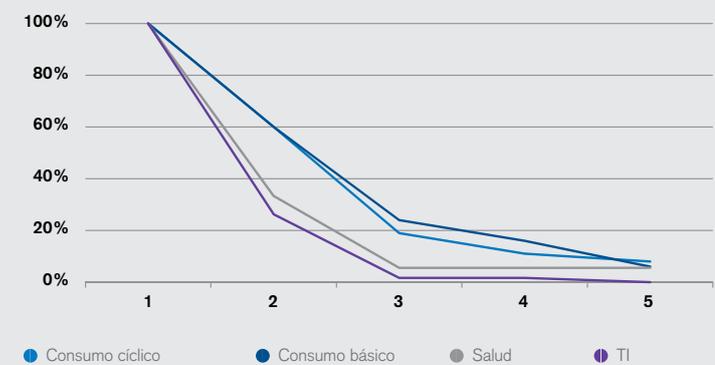
Universo CS Global Family 900 y tasas de supervivencia



Fuente: Credit Suisse Research, Family Business Institutes

Figura 45

Universo de CS Global Family 900 – Supervivencia por sector

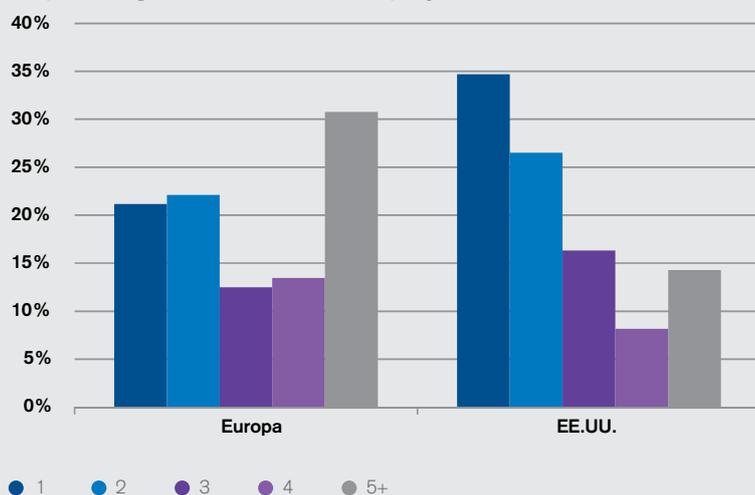


Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse



Figura 46

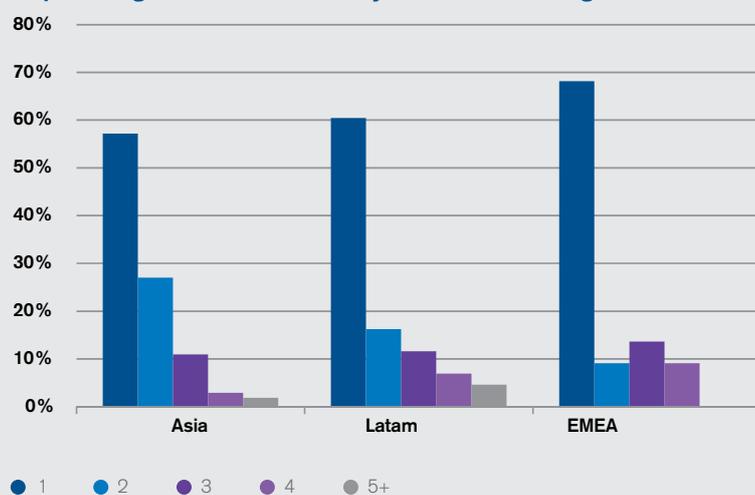
Propiedad generacional en Europa y EE.UU.



Fuente: Credit Suisse Research

Figura 47

Propiedad generacional – Asia y Mercados Emergentes



Fuente: Credit Suisse Research

ha servido para atrincherar y concentrar aún más el control familiar. La mayoría de las empresas familiares en Francia poseen doble derecho de voto actualmente, siendo L'Oreal la excepción más notable, que en abril de 2015 votó para mantener un voto por acción. En nuestra opinión, la adopción de derechos de voto doble para recompensar a los inversores a largo plazo es, a todas luces, un factor negativo.

El riesgo de sucesión y supervivencia

La sucesión y los riesgos del negocio en torno a la sucesión dentro de una empresa familiar se citan como un posible costo clave para los inversores externos. Hemos intentado hallar alguna evidencia respecto de si las empresas familiares enfrentan o no dificultades cuando pasan de crear riqueza a heredarla. De las 920 empresas de nuestro universo, 384 —el 42%— salieron a cotizar en bolsa después del año 2000. De hecho, un 3% comenzó a cotizar en los últimos cinco años. La gran mayoría de ellas han sido empresas asiáticas, lo que subraya el más reciente desarrollo económico de esta región y el espíritu empresarial largamente arraigado. El mayor número de empresas asiáticas en comparación con las europeas o estadounidenses obedece también a la deprimida situación de los mercados de capitales en años recientes y a la reticencia de los fundadores y las familias en esos mercados a vender a estas valuaciones.

Si suponemos que una generación abarca 25 años —podría ser más larga en el caso del fundador/empresario original—, podemos estimar la generación que es actualmente "propietaria" del negocio familiar. Esto se ilustra en la Figura 44 junto con las tasas de supervivencia relativa de la primera generación. El desglose generacional de las empresas comprendidas en nuestro universo de 920 compañías es muy similar a las estadísticas postuladas por el Family Business Institute, que señalan que solo un 33% de las empresas familiares llegan hasta la segunda generación; un 12% a la tercera generación y tan solo un 3% a la cuarta. Nuestra cesta indica un 50%, 22% y 10%, respectivamente.

Como apuntamos más arriba, en las empresas de sectores que tienen una proporción mayor de propiedad intelectual, como los de salud y tecnología de la información (dependientes del conocimiento especializado del fundador), las familias venden sus acciones antes que en otros sectores con modelos

de negocios más basados en activos tangibles. En nuestra investigación, hemos visto pruebas de cómo estos riesgos de sucesión se han traducido en una menor rentabilidad de las acciones y una menor calidad de la contabilidad, en particular mientras la propiedad está en manos de la segunda generación, como analizaremos más abajo.

Sin duda, la supervivencia y la transición generacional no dependen simplemente de una propiedad y una gestión familiar exitosas. Observamos que el papel del Estado es fundamental en muchas áreas en términos del apoyo que se brinda al desarrollo de la propiedad familiar en muchas áreas. Por ejemplo, Japón, Francia, Alemania, Turquía y Suiza han permitido que las empresas familiares prosperen a pesar de la fuerte presencia del Estado en la economía. Alemania posee leyes sobre el impuesto a la herencia muy favorables que permiten a las familias retener una propiedad totalmente o muy concentrada, algo que no es posible en las economías donde los impuestos que gravan las herencias son más altos.

El Estado también ha sido un impedimento para la iniciativa empresarial en otras instancias. El ejemplo evidente es la propiedad de bienes comunista en China y Rusia, que prohibía cualquier otra cosa que no fuesen micro-empresarios, con una fuerte presencia del Estado en estos países a través de la propiedad de los activos y la regulación. Por tal razón, cualquier comparación de la propiedad generacional o la supervivencia entre Asia, EMEA y otros mercados se ve muy distorsionada.

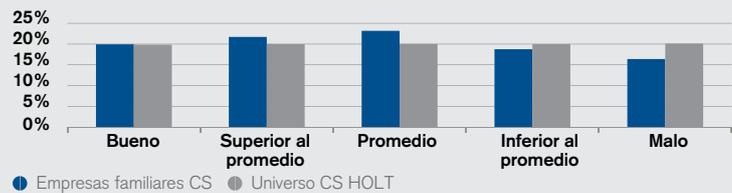
La calidad de la contabilidad de hecho es superior

Podemos analizar indicadores de creación propia utilizando la base de datos CS HOLT como un indicador alternativo de gobierno corporativo, y evaluar los riesgos reales de los intereses de los propietarios familiares con respecto a los accionistas externos. Tras utilizar el análisis de contabilidad de CS HOLT para medir los posibles costos de agencia o las discrepancias reales en la práctica contable que van en detrimento de las minorías, no hallamos ninguna evidencia de ello. De hecho, la calidad de la contabilidad (Figura 48) en las empresas familiares es en general superior al universo general de CS HOLT, con un 67% de empresas clasificadas dentro del Promedio o superior, en comparación con un 60% dentro de CS HOLT (las empresas se clasifican en quintiles).

Cuando consideramos indicadores de contabilidad más detallados, también se observa que las prácticas contables son de calidad superior en las empresas familiares. Las cuentas por cobrar también muestran que un 67% de estas empresa se clasifican en niveles promedio o superior, mientras que el porcentaje es del 64% en el rubro de cuentas por pagar. Ello podría indicar también una mejor gestión del capital operativo. De forma análoga, observamos un 65% de empresas familiares clasificadas en niveles Promedio o superior en el rubro de reconocimiento de ingresos, y un 62% en el rubro reconocimiento de gastos, lo que supone una buena transparencia y confiabilidad de los estados financieros. Desde esta perspectiva contable, creemos que algunos de los riesgos de gobierno corporativo p

Figura 48

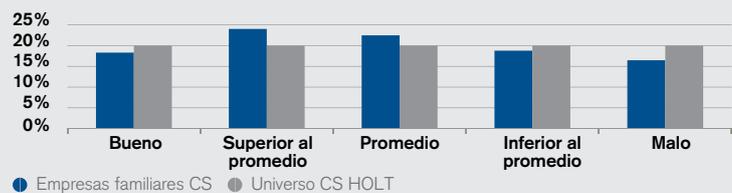
Universo CS Global Family 900 – Calidad general de la contabilidad



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 49

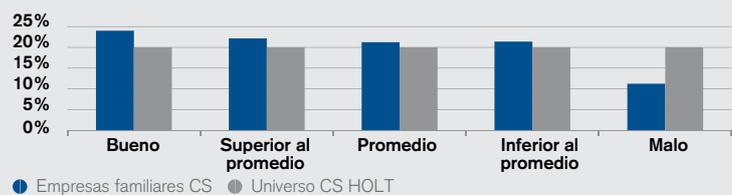
Universo CS Global Family 900 – Calidad de la contabilidad de depreciación



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 50

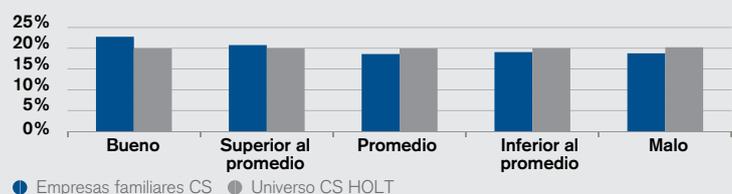
Universo CS Global Family 900 – Cuentas por cobrar



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 51

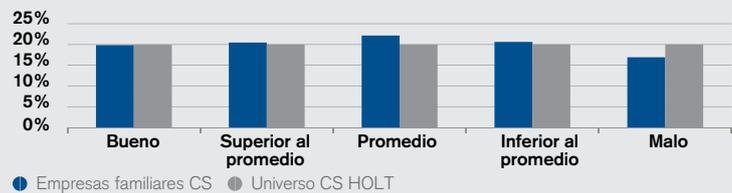
Universo CS Global Family 900 – Cuentas por pagar



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 52

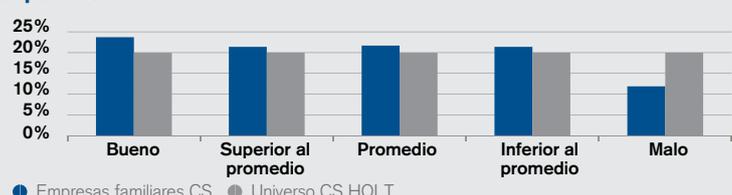
Universo CS Global Family 900 – Reconocimiento de ingresos



Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 53

Universo CS Global Family 900 – Calidad de la contabilidad de depreciación



Fuente: Credit Suisse HOLT

ercibidos podrían ser exagerados, y que existe una mejor alineación de los intereses por familia y propietarios minoritarios de la que podría suponerse.

Diversidad

Con continuación de nuestro informe CS Gender 3000 de septiembre de 2014, nos propusimos analizar si las empresas familiares registran mayores niveles de diversidad, como lo sugieren los estudios académicos. Hallamos resultados muy interesantes que demuestran niveles claramente más altos de representación femenina en los consejos de administración y en la alta dirección en las empresas familiares de EE.UU. y Asia. Por el contrario, observamos un número menor de mujeres en los consejos de administración de Europa, lo que señala tanto la lenta respuesta de

las empresas familiares a los cupos y objetivos obligatorios establecidos, y quizás la falta de familiares mujeres disponibles para ocupar estos cargos. En América Latina, el nivel de diversidad en el seno de las empresas familiares es incluso menor, tanto en los consejos de administración como en la dirección, y destaca los catalizadores culturales de la diversidad que analizamos en [CS Gender 3000](#).

Figura 54

Diversidad en las empresas familiares

	Consejos de administración				Alta dirección
	2010	2011	2012	2013	2013
América del Norte	15,4%	16,0%	16,8%	18,2%	16,2%
Europa	12,1%	14,0%	16,6%	19,4%	15,0%
Países desarrollados de Asia	7,4%	7,9%	8,6%	9,0%	13,2%
Países emergentes de Asia	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%

Fuente: Datos de las empresas, Credit Suisse Research

Figura 55

Diferencia respecto del CS Gender 3000

	Consejos de administración				Alta dirección
	2010	2011	2012	2013	2013
América del Norte	2,7%	3,1%	3,3%	4,2%	1,2%
Europa	-1,4%	-0,9%	-1,1%	-1,2%	0,3%
Países desarrollados de Asia	1,9%	1,5%	1,6%	1,2%	0,6%
Países emergentes de Asia	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%

Fuente: Datos de las empresas, Credit Suisse Research



Argumentos de inversión a favor de las empresas familiares

¿La creación de riqueza de las empresas familiares ofrece una oportunidad de inversión para los accionistas externos? Debido al énfasis en la preservación del efectivo, se observan niveles superiores de rentabilidad del efectivo y de la evolución de las cotizaciones. Nuestro análisis indica que las rentabilidades más altas de las acciones surgen de invertir junto con el fundador, y que dichas rentabilidades van disminuyendo posteriormente a lo largo del proceso de transición generacional.

La pregunta para los inversores, desde luego, es si el éxito de las empresas familiares genera una buena oportunidad de inversión para los inversores minoritarios, o si la renta simplemente se extrae en beneficio de los accionistas internos. Como señalamos anteriormente, en términos ajustados por sector y ponderación de mercado, las 920 entidades de nuestro universo de empresas familiares actual arrojaron un desempeño superior del 47% en comparación con el MSCI ACWI durante el período de nueve años hasta el final de abril de 2015 (Figura 59). Esto equivale a un excedente de rentabilidad anual del 4,5% durante el mismo período.

Como se ilustra en la Figura 60, sobre una base de ponderación equitativa simple, nuestra cesta de acciones ha superado al índice MSCI ACWI en un 351% durante el mismo período. Esto supone una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 21,6% para estas acciones de empresas familiares, frente al 3,6% del índice. A todas luces, invertir al mismo tiempo que los propietarios familiares ha resultado ser también un factor positivo importante para los inversores externos.

Hemos lanzado anteriormente el índice CS Family Busi-

ness (índice de empresas familiares) (símbolo de Bloomberg CSFAM Index), un índice que se compone de 40 empresas familiares estadounidenses y europeas (pero no asiáticas) que cotizan en bolsa, y que exhiben características de Best in Class (mejor en su clase) de HOLT. Desde su lanzamiento en 2007, el índice ha superado al MSCI ACWI por una CAGR de 140 puntos básicos anualmente. El índice no está ajustado por sector o mercados.

Observamos que las empresas familiares cotizaron con leves primas en 2014 y en promedio desde 2006. Esto se debe a las rentabilidades más elevadas, tanto en términos de ROE como de CFROI, que las empresas registran en conjunto. Sin embargo, observamos diferencias regionales considerables con las empresas europeas y estadounidenses dentro de nuestro universo de CS Global Family 900, que registran, en promedio, rentabilidades más bajas. Esto corrobora estudios anteriores y creemos que los inversores externos están dispuestos a pagar una leve prima a cambio de rentabilidades

Figura 56

Rentabilidades y valuaciones de las empresas familiares – 2014

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Deuda neta/ patrimonio (%)	Deuda neta/ EBITDA (x)
Global	11,5	6,4	10,6	2,1	52,0	1,8
EE.UU.	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
Asia	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

Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 57

Rentabilidades y valuaciones en relación con el MSCI ACWI – 2014

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Deuda neta/ patrimonio (%)	Deuda neta/ EBITDA (x)
Global	-4,8	1,0	12,3	-1,2	7,9	17,1
EE.UU.	-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
Asia	-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

Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 58

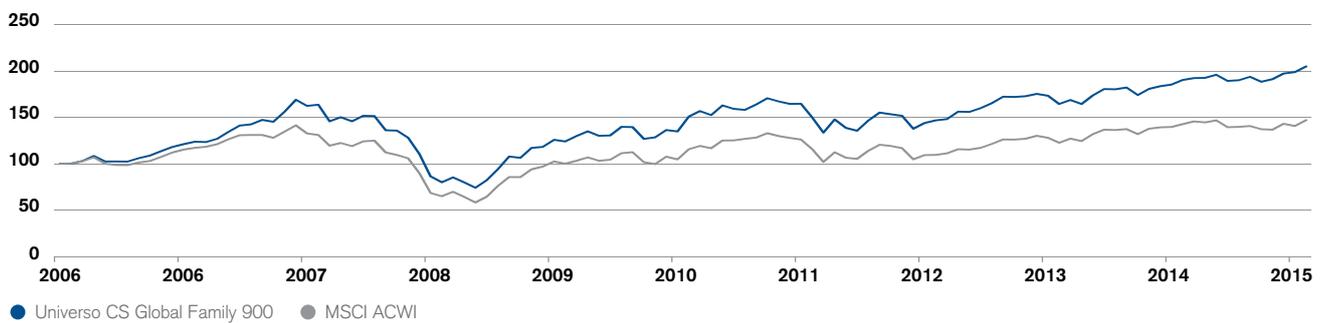
Rentabilidades y valuaciones en relación con el MSCI ACWI desde 2006

	ROE (%)	CFROI (%)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	Deuda neta/ patrimonio (%)	Deuda neta/ EBITDA (x)
Global	5,0	9,1	11,8	5,1	12,4	19,8
EE.UU.	-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
Asia	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

Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 59

Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI

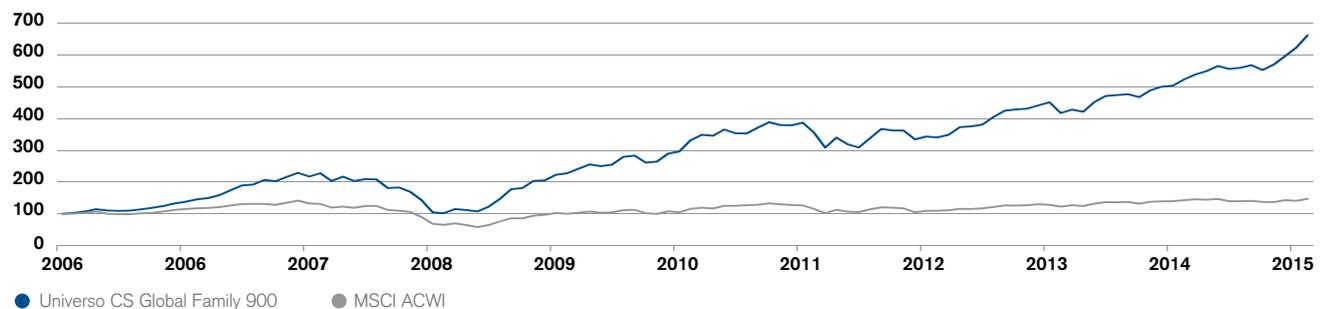


Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 60

Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI

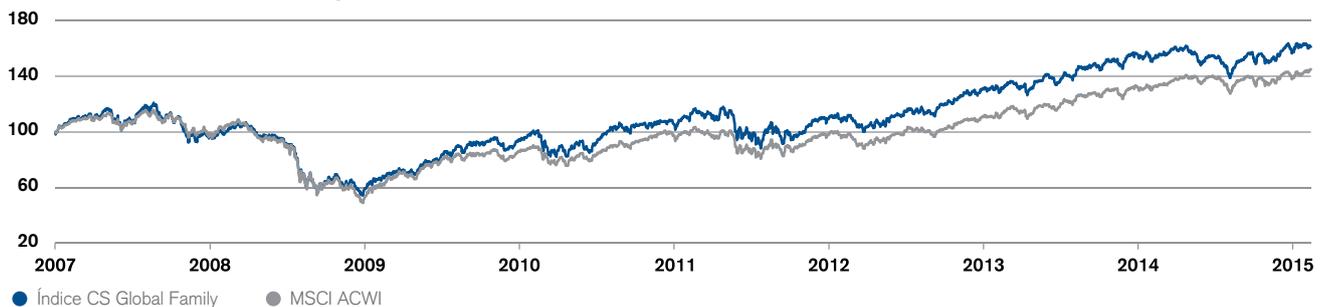
Con igual ponderación



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 61

Evolución del índice CS Family frente al MSCI ACWI



Nota: la rentabilidad pasada no es garantía de resultados futuros. Fuente: Credit Suisse HOLT, Bloomberg



más estables a lo largo del ciclo que las que hemos visto más arriba. En términos de EV/EBITDA, existe cierta coherencia entre las regiones con una prima del 9%-10% durante los últimos nueve años.

¿Cuándo es conveniente invertir?

Hemos observado las rentabilidades de los accionistas por edad de la empresa, y concluimos que conviene invertir junto con el fundador de la empresa, es decir, en los primeros años de existencia de una empresa, cuando hay perspectivas de un alto crecimiento. La CAGR de las empresas de la primera generación ha sido del 9% en los últimos nueve años. Esto no significa necesariamente que los inversores deban comprar de forma automática en las OPV, y la Figura 62 sugiere que las empresas de la primera generación también podrían ofrecer las mejores oportunidades de negociación, esto es, volatilidad, para maximizar la rentabilidad de las acciones. Este perfil de rentabilidad temprana más volátil refleja la naturaleza menos madura de la empresa, y la menor familiaridad por parte de los inversores, que podrían sobrestimar o subestimar los resultados de una compañía en sus etapas iniciales y, por tanto, las reacciones exageradas de la cotización.

Un aspecto importante de esta composición generacional es que advertimos que la propiedad de la tercera generación supera marginalmente en rentabilidad a la segunda generación. Las interpretaciones de este fenómeno podrían reflejar la problemática de la sucesión de la primera a la segunda generación y de la herencia patrimonial antes de que el cambio hacia una gestión externa más amplia en la tercera generación o la creación de riqueza familiar engendre una idea de administración más que de pertenencia por parte de la tercera generación. De cualquier modo, nuestro análisis de las rentabilidades por generación

de propietarios muestra claramente que las rentabilidades disminuyen a medida que las empresas familiares maduran.

Dividendos

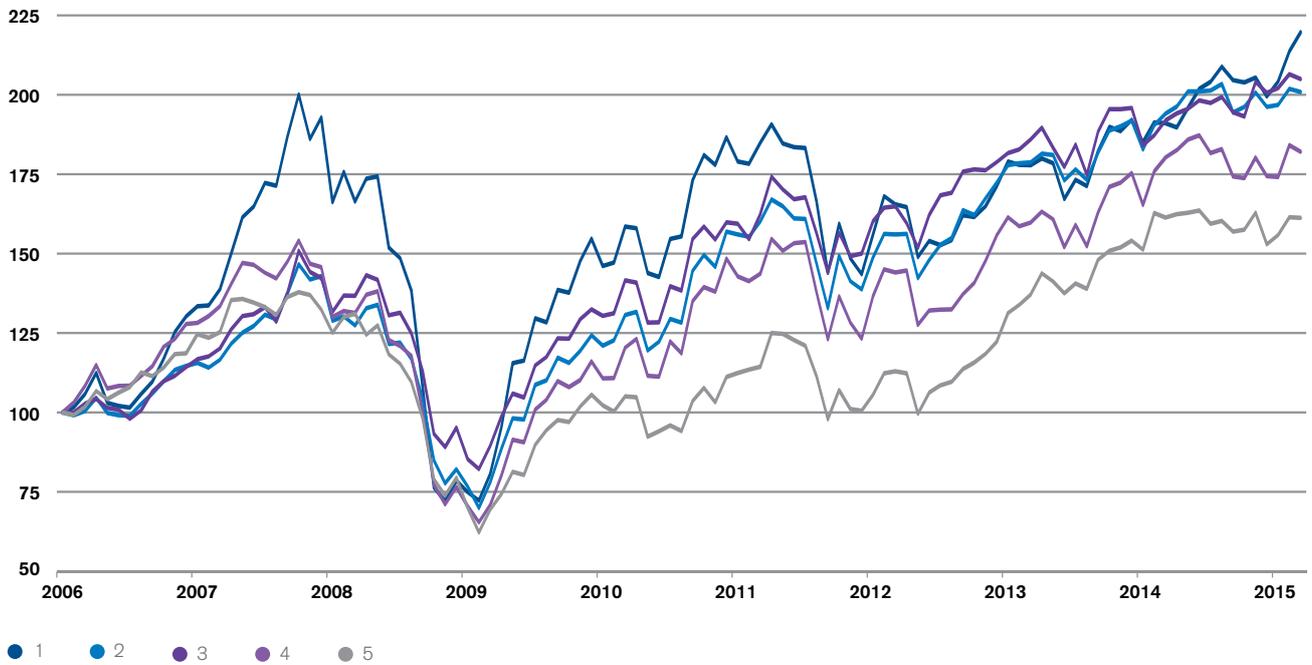
No debe sorprender que las empresas familiares tengan un ratio de pago de dividendos más baja. Los estudios académicos sostienen que una de las diferencias clave entre las empresas familiares y las de propiedad más amplia reside en que las familias desean mantener el control o la propiedad y poder dejar la compañía como legado a las futuras generaciones. El hecho de que la transición de las empresas a las generaciones subsiguientes tienda a no ser exitosa en la mayoría de los casos (véase la Figura 45) no incide necesariamente en las intenciones y las decisiones de los fundadores o de los propietarios de la primera generación. Por lo tanto, las empresas familiares conservan las fuentes de efectivo generadas de manera interna, y ello explica la menor intensidad de las actividades de I+D y de fusiones y adquisiciones que señalamos más arriba y, del mismo modo, un nivel más bajo de reparto de dividendos.

A esto se suma que, cuando la empresa está en manos del fundador y de las primeras generaciones, cabría esperar un número mayor de familiares que extraen riqueza de la compañía en calidad de empleados asalariados, y, en las generaciones subsiguientes, cuando la propiedad familiar se encuentra más fragmentada y existe un número potencialmente mayor de familiares que participan del negocio familiar, una mayor alineación con los accionistas minoritarios y presiones para un mayor reparto de dividendos.



Figura 62

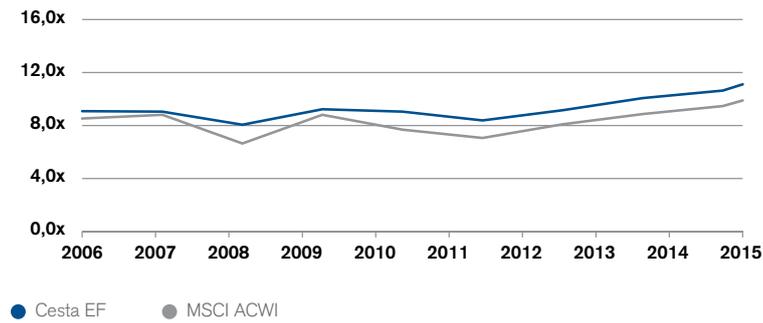
Evolución del precio de la acción por generación de propietarios



Fuente: Credit Suisse Research

Figura 63

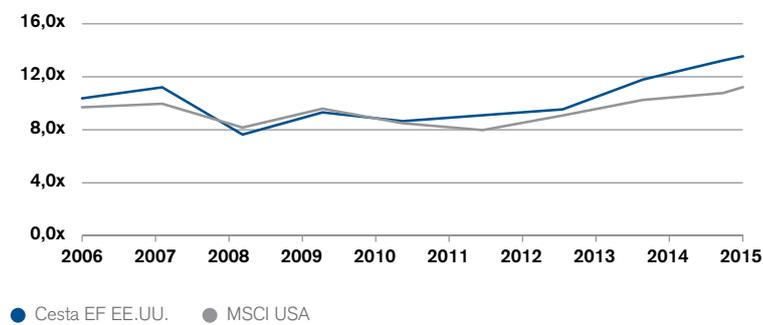
Universo CS Global Family 900 – EV/EBITDA



Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 64

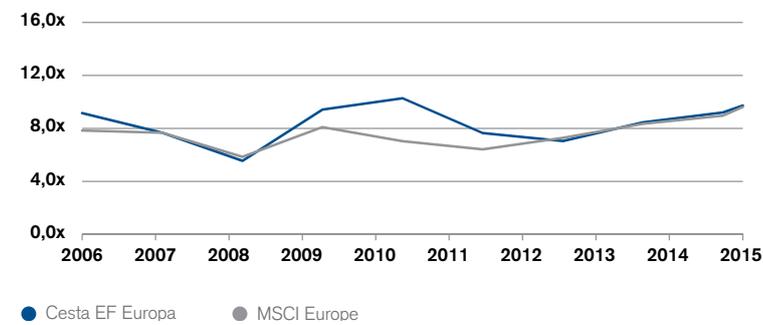
Empresas familiares de EE.UU. – EV/EBITDA



Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 65

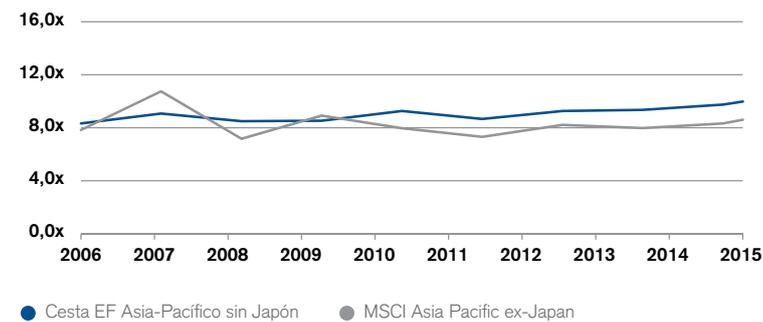
Empresas familiares de Europa – EV/EBITDA



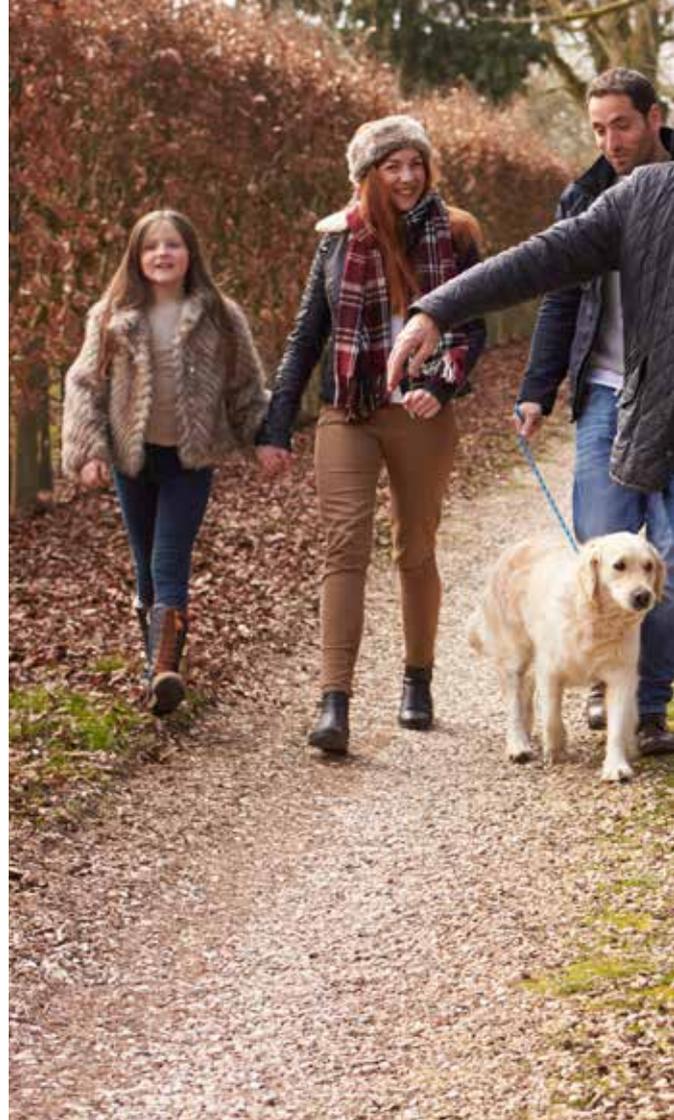
Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse

Figura 66

Empresas familiares de Asia sin Japón – EV/EBITDA



Fuente: Datos de las empresas, estimaciones de Credit Suisse



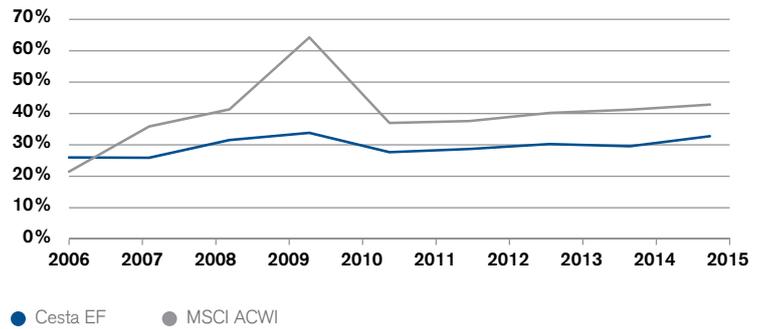
En la Figura 67 se observa un claro aumento del coeficiente de reparto de dividendos del MSCI ACWI en 2009. Ello obedece a la caída de las ganancias en ese año más que a un incremento del pago de dividendos. Se advierte un patrón similar en todas las regiones. Sin embargo, aunque en los últimos años observamos una tendencia general ascendente en el reparto de dividendos en EE.UU. y en Europa (frente a una tendencia descendente en Asia), es significativo que las empresas familiares exhiban un perfil de reparto de dividendos mucho más suave en los últimos ocho años, en particular en 2008 y 2009. Al parecer, estas estaban mucho más dispuestas a adecuar el reparto de dividendos a los flujos de efectivo disponibles en lugar de mantener niveles de reparto absolutos, algo que sí observamos como prioritario en los índices de referencia generales. No obstante, ello apoyaría el argumento de que estas empresas poseen una visión a mucho más largo plazo y conducen el negocio en esa misma línea, en lugar de responder a las demandas de corto plazo del mercado y al precio de las acciones.

Hemos observado que las empresas familiares en Europa y EE.UU. cotizan con una leve prima respecto del ROE y conforme al Modelo de Crecimiento Gordon —si no desde el punto de vista del CFROI—, y también el diferencial de flujo de efectivo sistemáticamente más amplio respecto del costo del capital que ilustramos en el Gráfico 17. Pero si evaluamos el precio de mercado que se paga por la ganancia



Figura 67

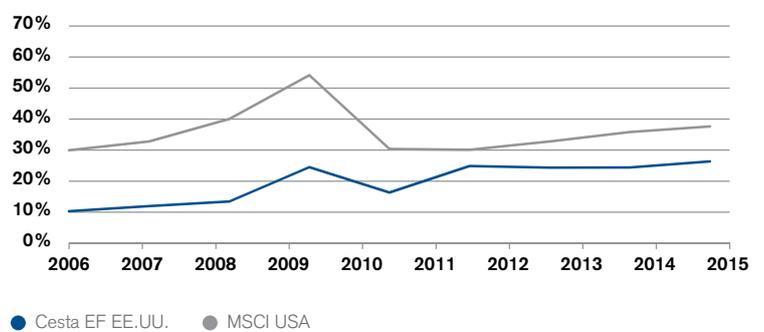
Universo CS Global Family 900 – Ratio de reparto de dividendos



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 68

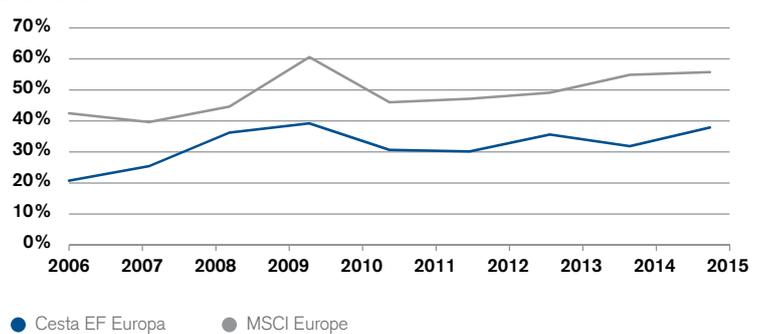
Empresas familiares de EE.UU. – Ratio de reparto de dividendos



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 69

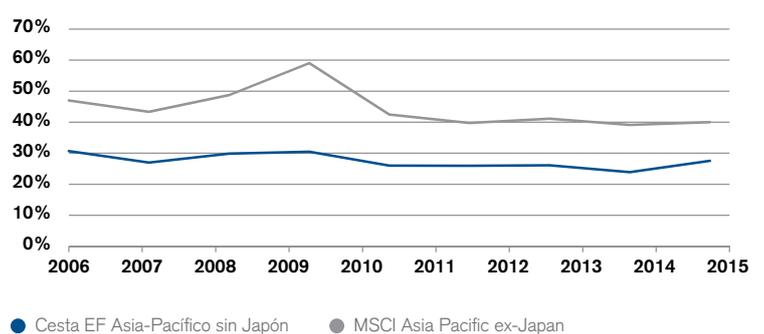
Empresas familiares de Europa – Ratio de reparto de dividendos



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 70

Empresas familiares de Asia sin Japón – Ratio de reparto de dividendos



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

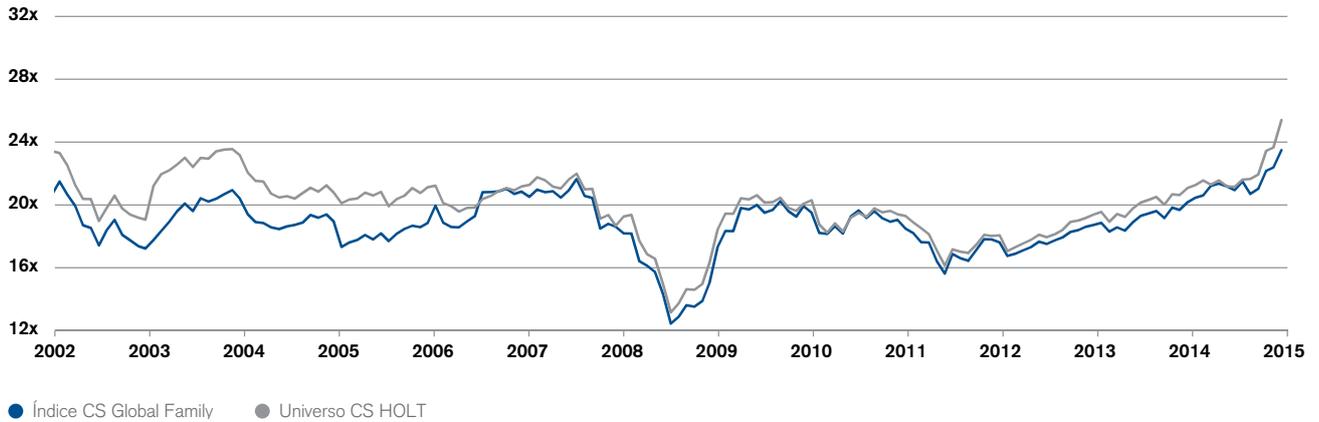
económica, en la Figura 71 se observa que ha existido un descuento sistemático en el tiempo, aunque este se ha venido reduciendo en general en los últimos ocho años. Sin perjuicio de ello, en la Figura 72 se advierte un claro aumento del descuento en el caso de las empresas familiares en el transcurso del primer trimestre de este año, lo que sugiere que ahora existen buenas oportunidades de inversión.

Si bien hallamos que las empresas familiares de gran capitalización poseen balances más apalancados, contrariamente a lo que surge de otras investigaciones, el hecho de que estas empresas sean la fuente principal de riqueza de los familiares propietarios podría conducir a los inversores a percibir que tienen un menor riesgo de quiebra. Ello podría explicar la aceptación implícita de un ROE más bajo por parte de los inversores externos. Como ilustra la Figura 63, la prima precio-valor contable parece ser de naturaleza estructural, en particular en Europa.

Figura 71

Ganancia económica (GE) – Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI

Excluidos los sectores financieros y de servicios públicos regulados

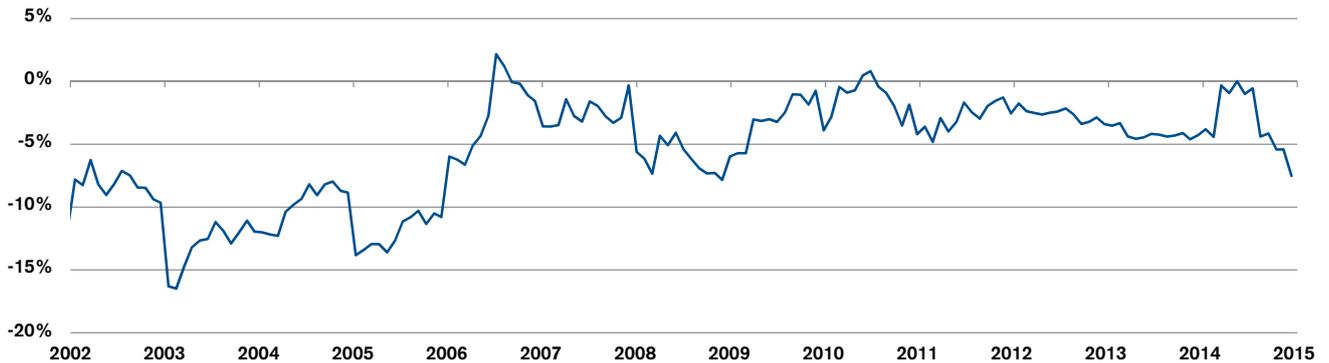


Fuente: Credit Suisse HOLT

Figura 72

Ganancia económica (GE) – Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI

Excluidos los sectores financieros y de servicios públicos regulados



Fuente: Credit Suisse HOLT

¿Existen grupos "estrella" dentro del universo de las empresas familiares?

Hemos investigado si existen grupos de fundadores y países donde se observe una rentabilidad notablemente superior de las empresas familiares desde 2006 en sectores específicos en comparación con los índices de referencia de los sectores y los países respectivos. La Figura 73 muestra las rentabilidades de inversores que son algo más que simplemente empresas de un sector o país.

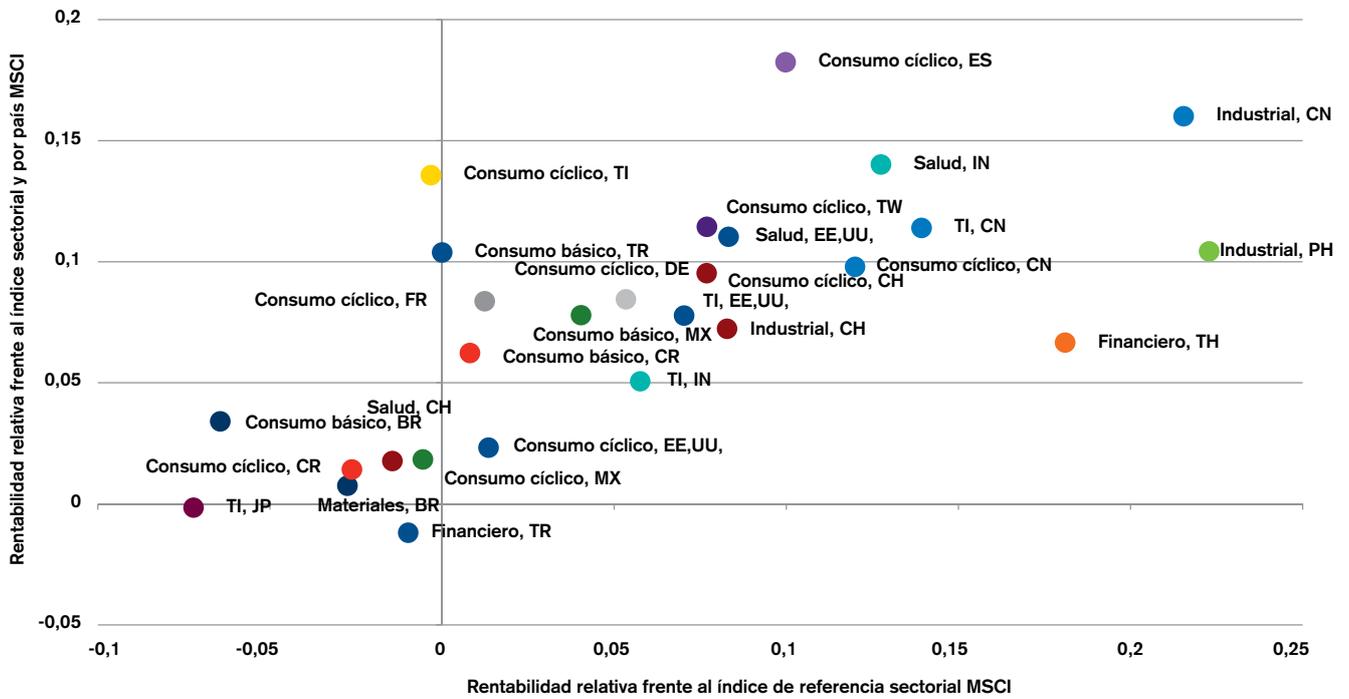
En el gráfico de la derecha mostramos los grupos de empresas que han registrado rentabilidades relativas superiores de manera sistemática, en comparación tanto con su sector correspondiente como con los índices del país, desde 2006. Por ejemplo, si nos detenemos en el grupo de empresas familiares italianas de consumo cíclico, vemos que las rentabilidades de las acciones están en línea con el índice de referencia MSCI de consumo cíclico, pero que superan ampliamente al MSCI Italy. De manera análoga, observamos que las empresas familiares industriales de China y Filipinas registran rentabilidades muy superiores a las del índice de referencia.



Figura 73

Supergrupos – Empresas que superaron a los índices de referencia MSCI sectoriales y de países

2006-15



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

¿Las familias realizan una buena administración?

En nuestra opinión, los riesgos de agencia en empresas familiares están sobredimensionados. Consideramos que la reputación pública y la filantropía de larga data se ve reflejada en una mayor calidad de la contabilidad, a pesar de las dos clases de acciones que permiten a las familias concentrar el control. Dado el avance en el debate sobre responsabilidad corporativa, las empresas familiares han dejado de tener un papel protagonista.

Hemos analizado las clasificaciones de evaluación del valor intangible del MSCI de las empresas que componen nuestro universo para determinar si podemos hallar alguna evidencia cualitativa de una gestión y prioridades estratégicas más altruistas que las que se postulan generalmente en la investigación académica, y utilizar esta evaluación del MSCI de posibles riesgos de ESG (medioambientales, sociales y de gobierno). La explicación que se da de las más bajas rentabilidades es que las prioridades de una empresa familiar son más amplias que los meros resultados económicos y, en efecto, en particular en Europa y en EE.UU. observamos varias entidades benéficas y fundaciones familiares que tienen objetivos filantrópicos y destacan las prioridades familiares. Nuestro informe anterior, "Family businesses: Sustaining performance" (septiembre de 2012), señalaba que la mayoría de las empresas familiares poseían estrategias vinculadas a ESG, y que en Europa y EE.UU. estas poseían una estrategia de sostenibilidad definida, en particular con relación a temas medioambientales.

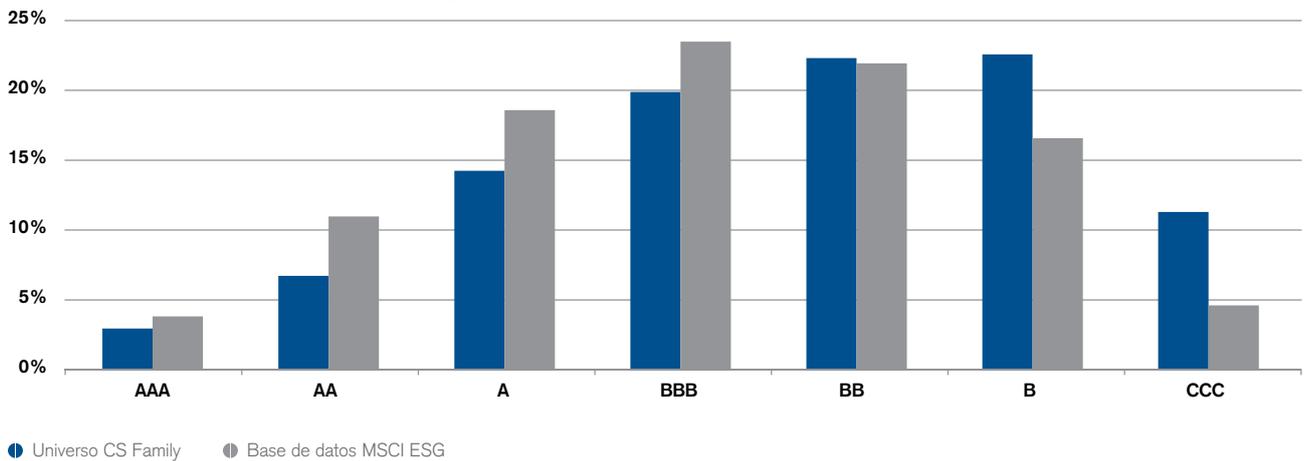
No obstante, no vemos que este sea el caso en nuestro universo global de empresas familiares en 2015 si intentamos medirlo empleando las clasificaciones de MSCI IVA como barómetro para una medición empírica. Como se ilustra en la Figura 74, observamos una clara diferencia de distribución entre las empresas de nuestro universo y las empresas >4.000 con clasificaciones de IVA en la base de datos MSCI ESG, donde este último grupo registra puntuaciones más elevadas, es decir, menos riesgos de ESG. Si observamos los datos a nivel regional de la Figura 75,

vemos que las empresas europeas exhiben una puntuación mucho mejor que las de EE.UU. y Asia, donde la mayoría de las compañías tiene una calificación BB o B. Casi el 60% de las empresas familiares de nuestro universo posee una puntuación AAA-A, mientras que no se observan compañías con puntuación AAA en EE.UU., y un 70% posee una puntuación BBB e inferior. Este cambio en la ciudadanía corporativa relativamente positiva podría interpretarse, en comparación con nuestro informe de 2012, como un ejemplo de la adopción mundial de objetivos ESG y de que la posición de las empresas familiares como precursoras en la adopción de objetivos medioambientales se ha visto horadada en los últimos años.



Figura 74

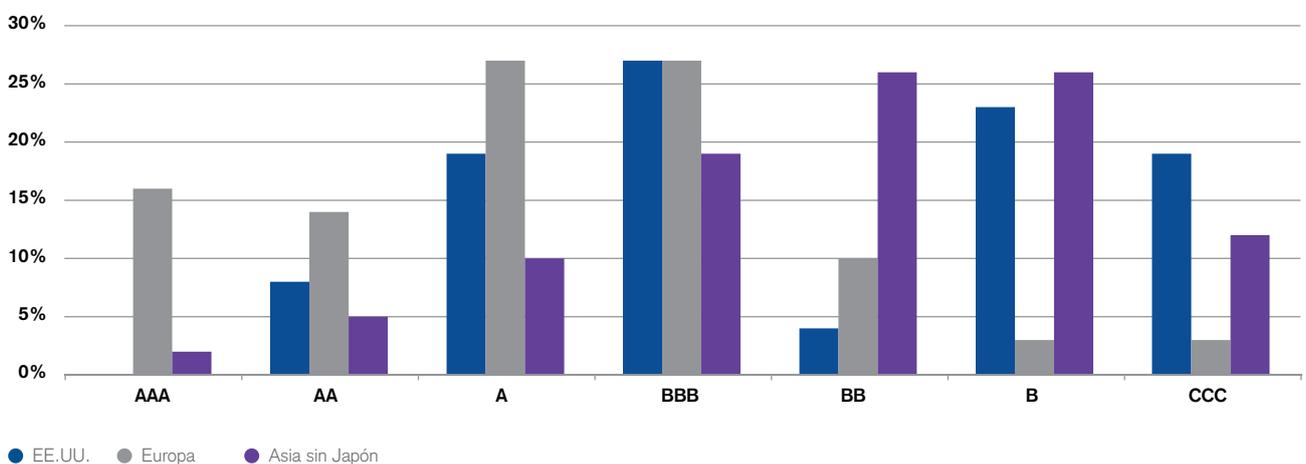
Universo CS Global Family 900 – Rankings MSCI IVA



Fuente: Base de datos MSCI ESG, Credit Suisse Research

Figura 75

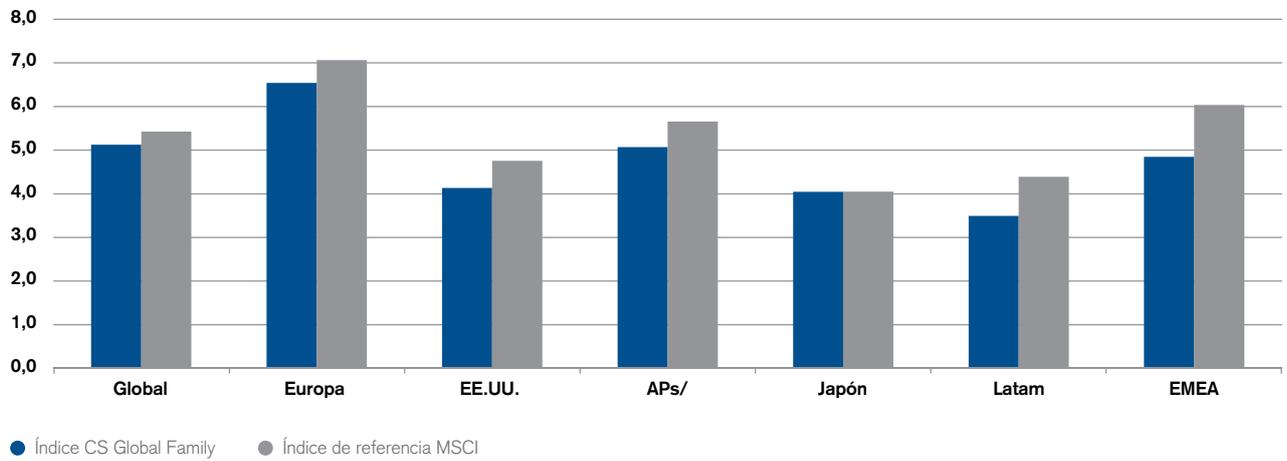
Universo CS Global Family 900 – Rankings MSCI/IVA por región



Fuente: Base de datos MSCI ESG, Credit Suisse Research

Figura 76

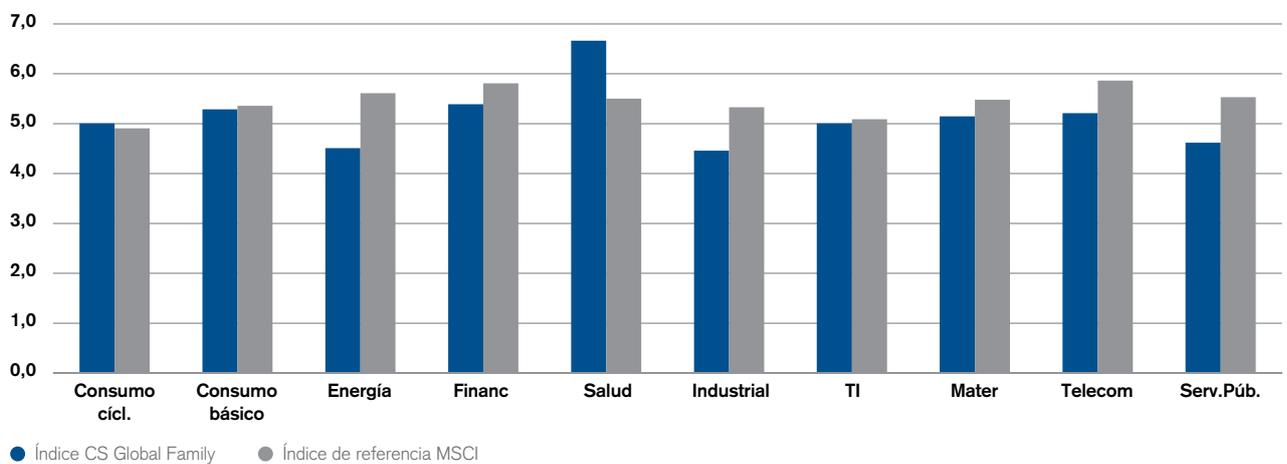
Universo CS Global Family 900 – Rankings de gobierno corporativo MSCI ESG por región



Fuente: Base de datos MSCI ESG, Credit Suisse Research

Figura 77

Universo CS Global Family 900 – Rankings MSCI ESG CG por sector



Fuente: Base de datos MSCI ESG, Credit Suisse Research



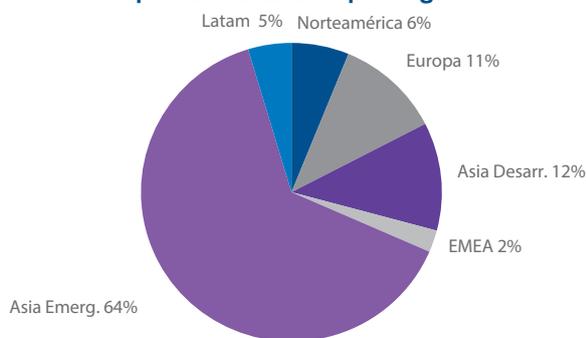
Apéndice 1:

El universo CS Global Family 900

Las empresas familiares se concentran en el sector tecnológico y en las áreas relacionadas con el consumo. La propiedad intelectual es el fundamento de muchas empresas familiares, en tanto la reproducción ofrece oportunidades en más mercados emergentes. Las exigencias de capital, la regulación y la propiedad estatal de activos también limitan la existencia de empresas familiares en los sectores de materiales, servicios públicos y telecomunicaciones.

Figura 78

Número de empresas familiares por región

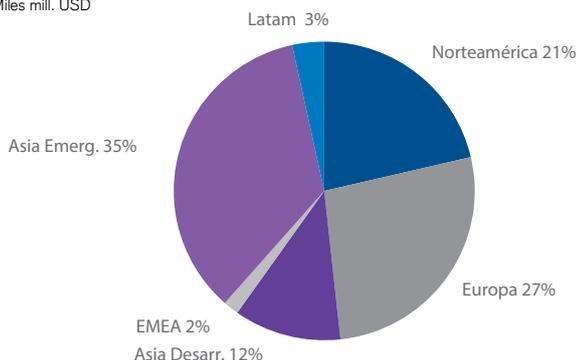


Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 79

Capitalización bursátil de empresas familiares

Miles mill. USD



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Hemos armado una base de datos de 920 empresas que cotizan en bolsa en el mundo con una capitalización bursátil mínima de USD 1.000 millones y en las que hay una participación accionaria familiar de al menos el 20% de las acciones en circulación. Encontramos ejemplos en 35 países. La preponderancia de estas empresas, en cuanto a cifras, se encuentra en Asia, lo que obedece al diferente y más reciente patrón de desarrollo económico de la región, en comparación con Europa y EE.UU. En los mercados más desarrollados, la temática generalizada incluye una estructura de propiedad más fragmentada y muchas familias que se desprenden de sus participaciones a lo largo del tiempo. Las estadísticas citadas con más frecuencia por el Family Businesses Institute indican que tan sólo un tercio de las empresas familiares llegan hasta la segunda generación; un 12% a la tercera generación; y tan sólo un 3% a la cuarta. En nuestro análisis, hemos neutralizado el efecto de las cifras más elevadas de compañías asiáticas en este universo de empresas familiares evaluando todos nuestros datos por sector y país en términos neutrales respecto del índice de referencia MSCI ACWI. Excluimos los negocios conjuntos (joint ventures) y los activos que anteriormente fueran propiedad del Estado y vendidos al sector privado.

Nuestra base de datos representa el 25% de la capitalización de mercado del MSCI World y es comparable en términos de ponderaciones de sectores, aunque nuestro universo de empresas familiares muestra una mayor ponderación de compañías en los sectores de tecnología, consumo cíclico y consumo básico, con pocas acciones del sector financiero, concretamente del bancario. Observamos una mayor representación de empresas del sector financiero, en concreto de empresas inmobiliarias dentro de nuestro universo de Asia con respecto a EE.UU. y Europa. La concentración en los sectores vincula-

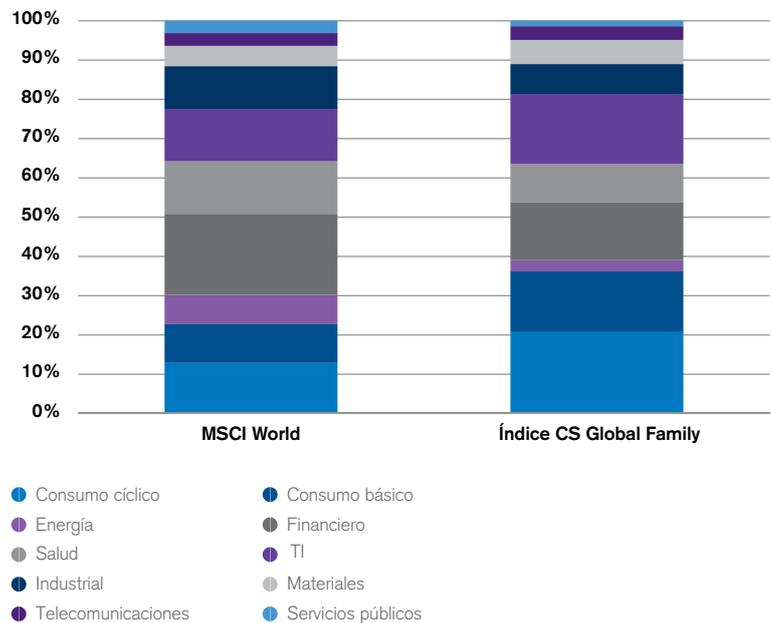
dos al consumo y la tecnología supone barreras de entrada más bajas en estos sectores desde la perspectiva de una inversión de capital inicial, y en el caso de la tecnología, una menor competencia, es decir, derechos de propiedad intelectual. Como se indicó anteriormente, al analizar nuestros datos realizamos ajustes en función de las diferentes ponderaciones sectoriales.

Menos del 25% de las entidades de nuestro universo de empresas familiares tienen naturaleza defensiva, lo que no debería sorprender, pues los empresarios buscan oportunidades de crecimiento. Villalonga y Amit¹ destacan que varios sectores se hallan en realidad dominados por empresas familiares: el sector global de la cerveza, por ejemplo, junto con los periódicos y seis de los operadores de cable más grandes de EE.UU. continúan siendo de propiedad y gestionados activamente por las familias fundadoras. Observamos grupos de empresas en países específicos, donde los ejemplos obvios y conocidos son las empresas de consumo cíclico relacionadas con las manufacturas en Alemania, y las vinculadas a la indumentaria en Italia. Ambos países poseen también un número importante de empresas que no cotizan en bolsa con un perfil similar.

Los estudios existentes atribuyen las rentabilidades relativas superiores de las empresas familiares, medidas por el ROE o la Q de Tobin, a una estrate-

Figura 80

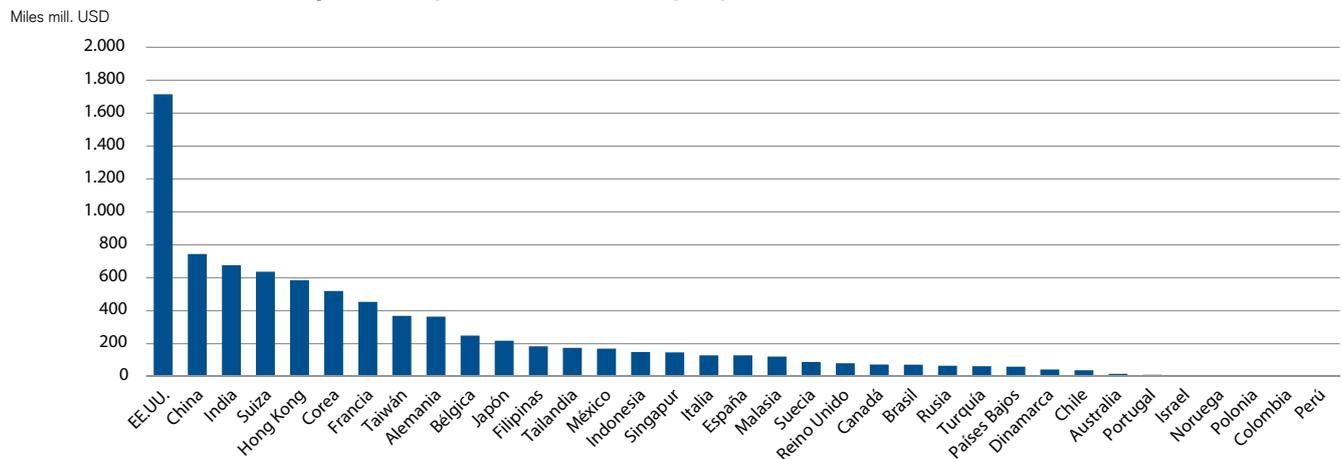
Composición sectorial – Universo CS Global Family 900 frente al MSCI ACWI



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 81

Universo CS Global Family 900 – capitalización bursátil por país



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

gia de desarrollo de más largo plazo. Ello a su vez se ve impulsado por la importancia de mantener la independencia para que las empresas puedan transmitirse a la generación siguiente, lo que explica la confianza en los flujos de efectivo generados de manera interna y un menor nivel de deuda externa para financiar la inversión. Esto debería suponer un crecimiento menos ingente, según apuntan los estudios académicos. Sin embargo, nuestros hallazgos contradicen esta tesis, puesto que las 920 empresas de nuestro universo exhiben un crecimiento más sólido

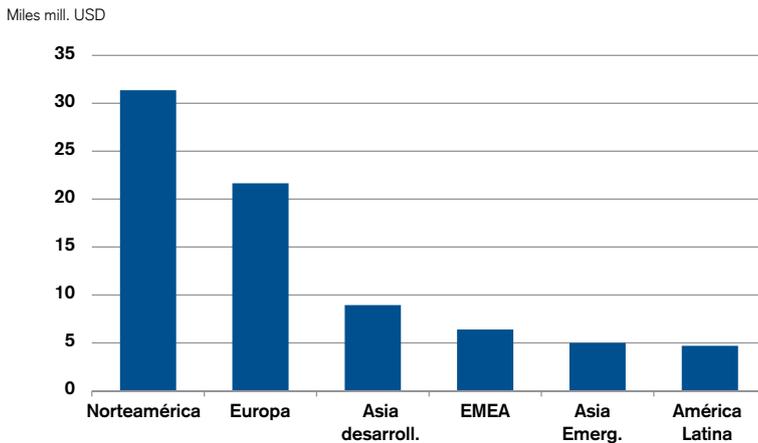
y menos volátil, así como un mayor apalancamiento (como se explicó más arriba).

Otros factores citados en los estudios académicos para explicar la diferencia entre las empresas con un negocio familiar de magnitud considerable y aquellas de capital abierto que cotizan en bolsa son los siguientes: un énfasis en el crecimiento orgánico en lugar de en las adquisiciones; la competencia interna por los recursos, lo que implica que sólo se adopten los proyectos de inversión de primerísimo nivel; y un ciclo más suave hacia la inversión en las empresas familiares, esto es, una menor inversión durante las épocas de auge y una inversión constante en las épocas de caídas. Los costos de agencia (los costos internos que surgen de conflictos de intereses entre la familia y los

1 Villalonga y Amit: Control familiar de empresas e industrias, Gestión Financiera, Otoño de 2010

Figura 82

Universo CS Global Family 900 – capitalización bursátil por región



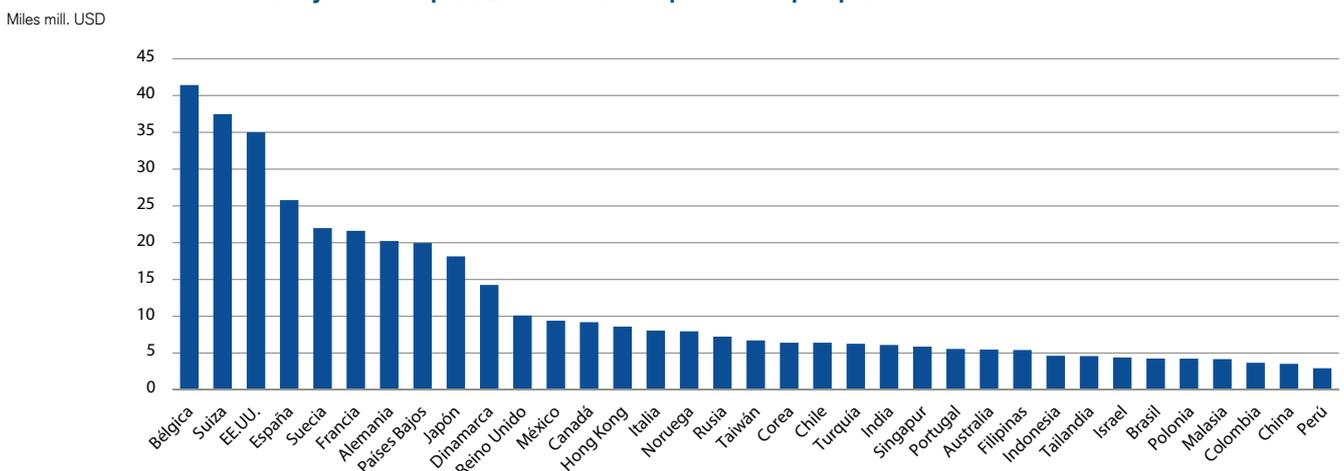
Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

inversores externos) operan tanto en beneficio como en detrimento de las minorías, pues una gestión más conservadora puede reducir el riesgo de quiebras; el incentivo de supervisar a los directivos puede reducir costos, mientras que la propiedad familiar puede conllevar el empleo (costoso) de familiares subcualificados, la extracción de ganancias para la familia a expensas de los accionistas minoritarios, así como transacciones costosas entre partes relacionadas y contabilidad limitada, entre otros muchos factores.

No debería sorprender, en términos de capitalización bursátil, que EE.UU. ostente la mayor representación en nuestro universo de empresas familiares. Esto se debe al desarrollo capitalista y empresarial de la economía, y a la ausencia de propiedad estatal de los activos. Es interesante observar que China ocupa el segundo lugar en cuanto a representación, lo cual subraya el muy dinámico y empresarial desarrollo de la economía en los últimos 35 años. Los mercados emergentes representan el 40% de nuestras empresas por capitalización bursátil e ilustran la importancia

Figura 83

Universo CS Global Family 900 – capitalización bursátil promedio por país



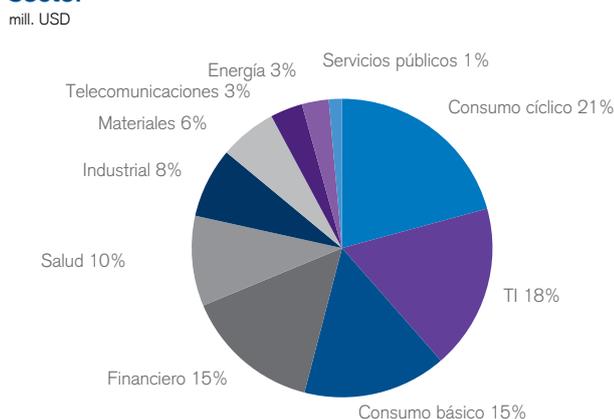
Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

de las empresas familiares en la expansión y el progreso de estas economías en los últimos 50 años y en algunos casos, post-independencia.

El tamaño promedio de las empresas de nuestro universo es de USD 9.100 millones y, como se observa en la Figura 82, las empresas familiares estadounidenses y europeas tienden a ser más grandes, con una capitalización de mercado que promedia los USD 30.000 millones en EE.UU. y más de USD 20.000 millones en Europa. Las empresas asiáticas y de mercados emergentes son en general más pequeñas, con una capitalización de mercado promedio inferior a los USD 10.000 millones, en todas las regiones. Ello refleja en gran medida la edad y la posición de las empresas estadounidenses y europeas en términos de su ciclo de desarrollo, en comparación con las empresas menos maduras de Asia y de mercados emergentes. Pero tal como se preveía, observamos en general empresas familiares de gran capitalización en los mercados desarrollados, frente a empresas de pequeña y mediana capitalización en otros lugares.

Figura 84

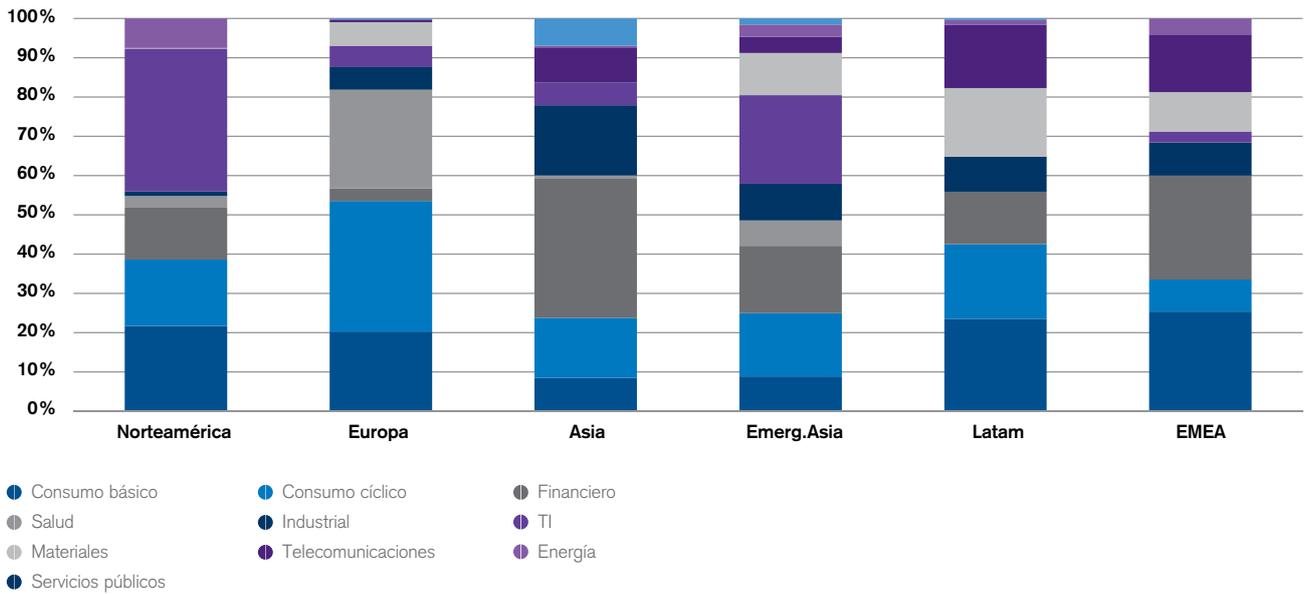
Universo CS Global Family 900 – capitalización bursátil por sector



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 85

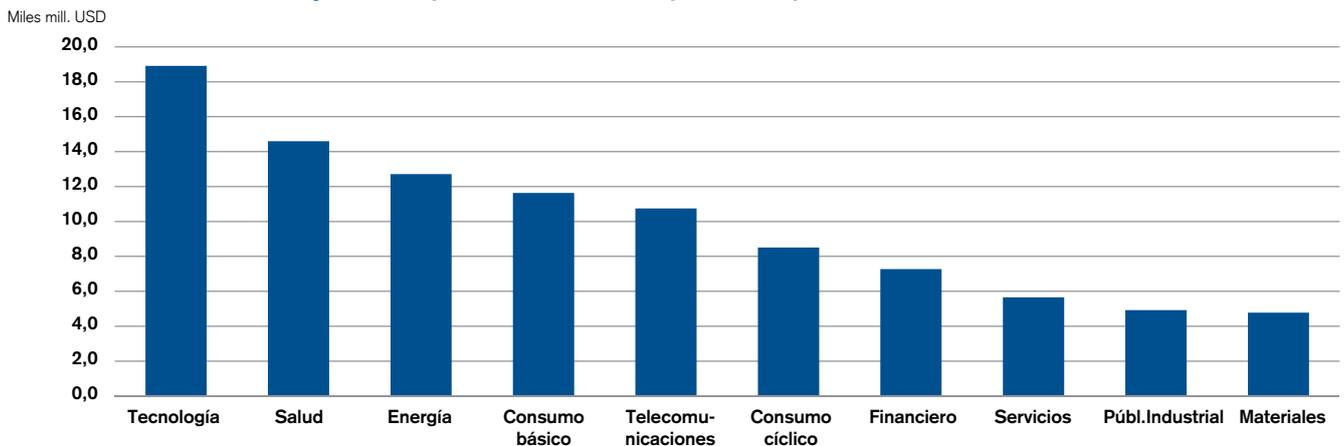
Universo CS Global Family 900 – composición sectorial por región



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Figura 86

Universo CS Global Family 900 – capitalización bursátil promedio por sector



Fuente: Bloomberg, Credit Suisse Research

Algunos mercados están dominados por una única empresa familiar de gran capitalización o por unas pocas también de gran capitalización. Por ejemplo, en Bélgica (véase la Figura 83) tiene preponderancia AB InBev, mientras que otras empresas familiares belgas poseen una capitalización bursátil promedio de USD 9.700 millones, en comparación con el promedio mundial de USD 9.100 millones. En Suiza se encuentran Novartis y Roche, y si se excluyen estas dos empresas farmacéuticas, las empresas familiares suizas promedian los USD 10.700 millones. De forma similar, si se excluye Inditex, España posee una capitalización de mercado promedio de USD 6.500 millones en el caso de las empresas familiares, levemente inferior a los promedios europeos, y como se observa en la Figura 83, las empresas familiares del sur de Europa tienden a ser más pequeñas que sus homólogos del norte europeo.

Si se observan las empresas familiares por sector, como se ilustra en la Figura 84, vemos una concentración de empresas vinculadas a la tecnología y al consumo, y un nivel bajo de actividad en los sectores de materiales, energía, telecomunicaciones y servicios públicos, siendo estos últimos industrias cíclicas, de uso intensivo de capital o redes de servicios públicos donde hay una mayor intervención del Estado en la regulación y en la propiedad de los activos. Las empresas de tecnología conducidas por fundadores o familiares están dominadas por cuatro empresas cuya capitalización de mercado supera los USD 170.000 millones en cada caso, a saber: Facebook, Google, Oracle y Samsung Electronics. Historias ampliamente documentadas de empresas tecnológicas emergentes relatan que compañías incipientes de bajo costo basadas en derechos de propiedad intelectual evolucionaron hacia modelos de negocio de alto crecimiento, que desarrollan una plataforma y una presencia de mercado, con financiamiento de capital riesgo antes de salir a bolsa

Las 50 mayores empresas familiares del universo CS Global Family 900 por capitalización bursátil

País	Empresa	Símbolo	Sector	Datos de precios		Variación del precio (%)		
				Precio (div. local)	Cap. bur. (mill. \$)	1m	3m	12m
SUI	Novartis	NOVN.VX	Salud	98,5	278.918	2%	1%	22%
SUI	Roche	ROG.VX	Salud	282,5	254.426	5%	9%	6%
EE.UU.	Wal-Mart Stores, Inc.	WMT.N	Consumo básico	74,8	241.397	-4%	-11%	-2%
EE.UU.	Facebook Inc.	FB.OQ	Tecnología de la información	80,1	225.066	0%	1%	26%
BEL	Anheuser-Busch InBev	ABI.BR	Consumo básico	112,3	197.476	3%	-1%	39%
EE.UU.	Oracle Corporation	ORCL.N	Tecnología de la información	43,9	191.540	-2%	0%	4%
COR	Samsung Electronics	005930.KS	Tecnología de la información	1.307.000,0	173.855	-6%	-4%	-10%
ALE	Volkswagen	VOWG_p.DE	Consumo cíclico	226,9	119.936	-2%	1%	16%
EE.UU.	Kinder Morgan, Inc.	KMI.N	Energía	41,6	90.239	-3%	1%	24%
EE.UU.	Nike Inc.	NKE.N	Consumo cíclico	102,3	87.952	2%	5%	34%
IN	Tata Consultancy Services	TCS.BO	Tecnología de la información	2.610,0	80.210	5%	-2%	23%
JAP	Softbank	9984.T	Servicios de telecomunicaciones	7.447,0	72.136	-4%	1%	3%
EE.UU.	McKesson Corporation	MCK.N	Salud	237,8	55.073	6%	4%	26%
HK	Sun Hung Kai Properties	0016.HK	Financiero	131,4	48.709	2%	8%	26%
TW	Hon Hai Precision	2317.TW	Tecnología de la información	99,1	48.679	8%	14%	19%
SUI	Cie Financiere Richemont	CFR.VX	Consumo cíclico	84,2	46.488	-1%	0%	-11%
IN	Reliance Industries	RELI.BO	Energía	876,8	44.521	3%	1%	-18%
EE.UU.	Phillips 66	PSX.N	Energía	79,6	43.148	-2%	1%	-6%
EE.UU.	Carnival	CCL.N	Consumo cíclico	47,2	37.037	6%	7%	19%
HK	CKH Holdings	0001.HK	Financiero	121	36.152	0%	10%	24%
IN	Sun Pharmaceuticals Industries Limited	SUN.BO	Salud	955,8	36.086	2%	5%	63%
GB	Associated British Foods	ABF.L	Consumo básico	29,5	35.774	6%	-6%	-2%
MX	Fomento Económico Mexicano SAB de CV	FMSAUBD.MX	Consumo básico	139,2	32.712	-1%	-2%	12%
SIN	United Overseas Bank	UOBH.SI	Financiero	23,1	28.296	-5%	1%	3%
EE.UU.	L Brands, Inc.	LB.N	Consumo cíclico	87,4	25.567	-2%	-5%	57%
EE.UU.	LinkedIn	LNKD.N	Tecnología de la información	196,2	24.718	-24%	-27%	20%
HK	Henderson Land Dev	0012.HK	Financiero	62,6	24.209	2%	18%	37%
ID	Astra International	ASII.JK	Consumo cíclico	7.375,0	22.590	4%	-6%	-1%
IN	Tata Motors Ltd.	TAMO.BO	Consumo cíclico	483,6	21.906	-7%	-18%	15%
EE.UU.	Marriott International	MAR.OQ	Consumo cíclico	79,0	21.729	-6%	-5%	30%
IN	HCL Technologies	HCLT.BO	Tecnología de la información	980,0	21.615	10%	-3%	41%
IN	Wipro Ltd.	WIPR.BO	Tecnología de la información	554,0	21.318	2%	-16%	11%
HK	Cheung Kong Infrastructure	1038.HK	Servicios públicos	64,0	20.801	-2%	-3%	23%
FIN	Kone Corporation	KNEBV.HE	Industrial	39,1	20.741	1%	-5%	28%
COR	Samsung Life Insurance	032830.KS	Financiero	112.000,0	20.228	7%	12%	11%
SIN	Hongkong Land Holdings	HKLD.SI	Financiero	8,6	20.116	8%	13%	23%
FRA	Dassault Systemes	DAST.PA	Tecnología de la información	71,9	20.080	6%	15%	53%
COR	Hyundai Mobis	012330.KS	Consumo cíclico	223.500,0	19.647	-7%	-10%	-23%
TAI	Siam Cement	SCC.BK	Materiales	534,0	18.998	0%	2%	28%
TW	Nan Ya Plastics	1303.TW	Materiales	72,6	18.781	-6%	6%	7%
EE.UU.	Royal Caribbean Cruises	RCL.N	Consumo cíclico	76,3	16.784	11%	0%	39%
FRA	Sodexo	EXHO.PA	Consumo cíclico	95,1	16.346	6%	6%	19%
CHI	Jiangsu Yanghe Brewery Joint-stock Co., Ltd	002304.SZ	Consumo básico	93,6	16.251	1%	16%	67%
SIN	Wilmar International Ltd	WLIL.SI	Consumo básico	3,4	15.957	3%	4%	4%
TW	Formosa Plastics	1301.TW	Materiales	75,3	15.636	-6%	-3%	-4%
MEX	G.F. Inbursa	GFINBURO.MX	Financiero	35,7	15.529	-5%	-15%	-1%
DIN	Coloplast B	COLOb.CO	Salud	514,5	15.244	-6%	-3%	9%
CHI	Jiangsu Hengrui Medicine Co. Ltd	600276.SS	Salud	62,8	15.231	11%	55%	94%
COR	LG Chem Ltd.	051910.KS	Materiales	249.500,0	14.932	-10%	8%	-5%
MAL	Maxis Berhad	MXSC.KL	Servicios de telecomunicaciones	6,9	14.161	-2%	-2%	3%

Fuente: Bloomberg, estimaciones de Credit Suisse



mediante una oferta pública de venta de acciones. Las empresas de Silicon Valley son un ejemplo característico, y la propiedad se mantiene concentrada aun después de las OPV, a menudo debido a las diferentes clase de acciones, p. ej., acciones sin derecho de voto. Por el contrario, observamos una reducción mucho mayor de la propiedad antes de las OPV en las empresas tecnológicas chinas, lo que implica un acceso mucho más limitado al ahorro y al financiamiento bancario. Alibaba, por ejemplo, no alcanzó nuestro umbral de propiedad del 20%.

Las empresas de consumo cíclico también pueden exhibir características similares a las de las empresas tecnológicas, pues en ellas se halla involucrado un elemento de derechos de propiedad intelectual. En Europa, ello se observa especialmente en las industrias automotrices y de componentes, que tienen una fuerte representación en Alemania, y en los derechos de propiedad intelectual de producción y diseño en el caso de empresas italianas y francesas vinculadas con la indumentaria. Esas empresas crean nichos no financieros que pueden defenderse, y lo que resulta interesante en nuestro análisis de la supervivencia es que observamos un declive más rápido de la propiedad en las empresas de consumo cíclico en comparación con las de consumo básico, debido a que la sucesión puede ser un asunto más complicado cuando una empresa está basada en los derechos de propiedad intelectual del fundador.

Las empresas de consumo básico tienden a ser negocios de escala y eficientes, donde el crecimiento puede originarse más fácilmente en nuevos mercados y adquisiciones, habilidades de gestión y estrategias que son más fáciles de adquirir que los

derechos de propiedad intelectual. Los sectores de consumo básico suelen tener un menor valor agregado, en algunos casos copias de modelos de negocio y productos exitosos de otros mercados; pero como podemos observar en Asia, la ponderación de la exposición de las empresas familiares se está desplazando del consumo básico hacia sectores tales como salud y tecnología, donde existe un elemento de mayor valor agregado.

Cuatro sectores representan casi más del 70% de nuestro universo de empresas familiares; las empresas de consumo y tecnología analizadas más arriba y las del sector financiero. Dentro del segmento financiero, los fideicomisos inmobiliarios y las promotoras inmobiliarias representan el 35% de la capitalización bursátil del sector en nuestro universo, frente a menos del 16% dentro del MSCI World. Esto también obedece al apartamiento por parte de los empresarios familiares de los negocios regulados y con costos de puesta en marcha elevados, y una preferencia por los sectores que demandan recursos financieros iniciales más limitados y que pueden crecer con el tiempo.

En Asia y los mercados emergentes, observamos una distribución más pareja de los sectores representados en nuestras 920 empresas. Advertimos una mayor concentración en los mercados desarrollados, en particular en Europa, dado que las familias incorporan sus empresas y su propiedad intelectual a líderes sectoriales y mundiales. Dentro de Europa existe una preponderancia de empresas familiares de manufactura vinculadas al consumo y la salud, como FIAT, VW, BMW, Novartis y Roche. En EE.UU. volvemos a presenciar un predominio de la propiedad familiar en los sectores de consumo y en los sectores con uso intensivo de derechos de propiedad intelectual, en este caso el de tecnología más que el de salud.

Referencias y lecturas adicionales

- Alluche J., Amann B., Jaussaud, J. and 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., and Reeb D., (2008), Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, The Journal of Finance.
- Barontini R., and Caprio R., The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe
- Boland M., and Pendell D. (2005), Persistence of Profitability in Family-Owned Food Businesses
- Chen K., and Hsu W. (2009), Family Ownership, Board Independence. And R&D Investment, Family Business Review
- Corstjens M., Peyer U., and 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. and 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., and 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., and Le Breton-Miller I (2006), Family governance and firm performance: Agency, stewardship and capabilities. Family Business Review, 19 p 73-87
- Muñoz-Bullón F., and Sánchez-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 & Shih Sze Gan, Do Family-Owned Banks Perform Better? A Study of Malaysian Banking Industry, Asian Social Science Vol 9 No 7 2013
- Villalonga B., and Amit R. (2005), How do family ownership, control and management affect firm value? Journal of Financial Economics
- Villalonga B., and Amit R. (2010), Family Control of Firms and Industries, Financial Management, Autumn 2010
- Yuan Ding, Hua Zhang, Junxi Zhang, (2008) The Financial and Operating Performance of Chinese Family-Owned Listed Firms, Management International Review

Impresión

EDITOR

CREDIT SUISSE AG

Research Institute
Paradeplatz 8
CH-8070 Zürich
Suiza
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

FECHA DE APARICIÓN

25 de junio de 2015

Descargo general de responsabilidad/Información importante

Las opiniones expresadas corresponden a Credit Suisse, quien ha elaborado el documento, en la fecha de redacción y están sujetas a cambios. El documento ha sido preparado exclusivamente con fines informativos y para el uso del destinatario. No constituye una oferta o una invitación en representación de Credit Suisse a ninguna persona para comprar o vender ningún título valor. Ningún contenido en este material constituye asesoramiento de inversión, jurídico, contable o impositivo, ni una declaración de que alguna inversión o estrategia sea adecuada o apropiada para sus circunstancias personales, ni de otro modo constituye una recomendación personal. El precio y el valor de las inversiones mencionadas y toda renta que pudieren devengar pueden fluctuar y podrían aumentar o disminuir. Ninguna referencia a rentabilidades pasadas es indicativa de resultados futuros.

La información y el análisis incluidos en esta publicación han sido compilados o han sido el resultado de fuentes que consideramos confiables, pero Credit Suisse no realiza declaración alguna sobre su precisión o integridad y no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida derivada de su utilización. Una empresa del Grupo Credit Suisse puede haber actuado en función de la información y el análisis que figuran en esta publicación antes de que este se hiciera llegar a clientes de Credit Suisse. Las inversiones en mercados emergentes tienen carácter especulativo y son considerablemente más volátiles que las inversiones en mercados establecidos. Algunos de los principales riesgos son los riesgos políticos, económicos, de crédito, cambiarios y de mercados. Las inversiones en divisas están expuestas a fluctuaciones de los tipos de cambio. Cualquier pregunta sobre los temas planteados en este artículo o acerca de sus inversiones deben realizarse directamente a su gerente local de relaciones u otros asesores. Antes de celebrar cualquier transacción, debería considerar si la misma es pertinente para sus circunstancias particulares y analizar de manera independiente (con la ayuda de asesores profesionales de ser necesario) los riesgos financieros específicos además de las consecuencias jurídicas, regulatorias, crediticias, impositivas y contables. Este documento lo publica y distribuye en los Estados Unidos Credit Suisse Securities (USA) LLC, un agente bursátil inscrito en EE.UU.; en Canadá, Credit Suisse Securities (Canada), Inc.; y en Brasil, Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.

Este documento lo distribuye en Suiza Credit Suisse AG, un banco suizo. Credit Suisse está autorizado y regulado por la Autoridad Suiza de Supervisión de Mercados Financieros (FINMA). Este documento es emitido y distribuido en Europa (salvo Suiza) por Credit Suisse (UK) Limited y Credit Suisse Securities (Europe) Limited. Credit Suisse Securities (Europe) Limited y Credit Suisse (UK) Limited, ambos autorizados por la Autoridad de Regulación Prudencial y reglamentados por la Autoridad de Conducta Financiera y la Autoridad de Regulación Prudencial, están asociadas pero son entidades jurídicas independientes dentro de Credit Suisse. Las protecciones que prevé la Autoridad de Conducta Financiera y/o la Autoridad de Regulación Prudencial para los clientes minoristas no se aplican a inversiones o servicios prestados por una persona fuera del Reino Unido, como así tampoco estará disponible el Programa de Compensación de Servicios Financieros si el emisor de la inversión incumple sus obligaciones. Este documento lo distribuye en Guernsey Credit Suisse (Channel Islands) Limited, una entidad jurídica independiente inscrita en Guernsey bajo el número 15197, con domicilio social en Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey. Credit Suisse (Channel Islands) Limited es subsidiaria en propiedad absoluta de Credit Suisse AG y está regulada por la Comisión de Servicios Financieros de Guernsey. Puede solicitar copias de los últimos estados financieros auditados. Este documento lo distribuye en Jersey Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, que está regulada por la Comisión de Servicios Financieros de Jersey para las actividades de inversión. El domicilio social de Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, en Jersey es: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. Este documento lo ha publicado en Asia-Pacífico cualquiera de las siguientes entidades debidamente autorizadas en la jurisdicción que corresponda: en Hong Kong, Credit Suisse (Hong Kong) Limited, una sociedad habilitada por la Comisión de Futuros y Valores de Hong Kong, o Credit Suisse Hong Kong branch, una institución autorizada regulada por la Autoridad Monetaria de Hong Kong y una institución inscrita regulada por la Ordenanza de futuros y valores (Capítulo 571 de las Leyes de Hong Kong); en Japón, Credit Suisse Securities (Japan) Limited; este documento ha sido preparado y publicado para su distribución en Singapur exclusivamente a inversores institucionales, inversores acreditados e inversores expertos (cada uno de ellos, según se define en el Reglamento de asesores financieros) , y también lo distribuye Credit Suisse AG, Singapore Branch a inversores del exterior (tal como se define en el Reglamento de asesores financieros). Credit Suisse AG, Singapore Branch puede distribuir informes producidos por sus entidades o afiliadas extranjeras en virtud de un acuerdo al amparo de la Regulación 32C del Reglamento de asesores financieros. Los destinatarios de Singapur deben ponerse en contacto con Credit Suisse AG, Singapore Branch llamando al +65-6212-2000 para cualquier cuestión que surja de este documento o relacionada con el mismo. En virtud del estatus que usted posea bien como inversor institucional, inversor acreditado, inversor experto o inversor internacional, Credit Suisse AG, Singapore Branch está exenta de satisfacer ciertos requisitos de cumplimiento bajo el capítulo 110 de la Ley de asesores financieros de Singapur (la "FAA", por sus siglas en inglés), las FAR y las comunicaciones y directrices correspondientes publicadas en virtud de las mismas, con respecto a cualquier servicio de asesoramiento financiero que Credit Suisse AG, Singapore Branch pueda prestarle a usted. Por lo demás, en Asia-Pacífico cualquiera de las siguientes entidades debidamente autorizadas en la jurisdicción pertinente: Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG, Singapore Branch, y en las demás jurisdicciones del mundo la afiliada autorizada pertinente de las anteriores.

Prohibida la reproducción de este documento, en forma total o parcial, sin el permiso por escrito de los autores y de Credit Suisse. © 2015 Credit Suisse Group AG y/o sus afiliadas. Todos los derechos reservados.

CREDIT SUISSE AG

Research Institute
Paradeplatz 8
CH-8070 Zúrich
Suiza
cs.researchinstitute@credit-suisse.com
www.credit-suisse.com/researchinstitute

