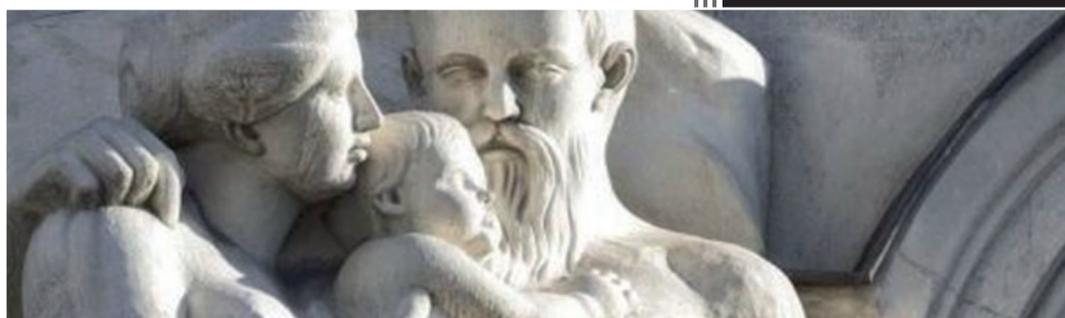


II ESTUDIO BANCA MARCH-IE

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

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





## **Autores:**

### **Cristina Cruz Serrano**

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

### **Laura Núñez Letamendia**

*Profesora de Dirección Financiera . IE Business School*

#### **MARCH GESTIÓN:**

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

#### **BANCA MARCH:**

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

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

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



Estimado lector,

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

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

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

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

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

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



# El "family premium" en la empresa cotizada europea

Los resultados del I informe Banca March-IE<sup>1</sup> no dejaban lugar a dudas: las empresas familiares europeas cotizadas generaron una mayor rentabilidad bursátil durante el periodo 2001-2010 y obtuvieron una mayor rentabilidad económica (ROA), además de aportar mayor valor en otras dimensiones tales como la creación de empleo o mayor estabilidad en tiempos de crisis.

A pesar de la contundencia de los resultados, el estudio abría numerosos interrogantes relacionados con los determinantes de la existencia de este "family premium" entre las empresas cotizadas europeas. Muchos de estos interrogantes fueron planteados por los propios lectores del I Informe Banca March-IE.

Inversores, gestores de carteras, propietarios familiares y un largo etc. de individuos que, ante la clara evidencia de una mayor capacidad para generar valor de la empresa familiar, se preguntaban si este "family premium" se debía realmente a los efectos positivos del control familiar o por el contrario estaba generado por otros factores que nada tenían que ver con la dimensión familiar de la empresa.

El II Informe Banca March-IE trata de responder a esta pregunta analizando el impacto de esos "otros factores" sobre la rentabilidad de las empresas familiares cotizadas europeas. En concreto, el estudio responde a los siguientes interrogantes:

- ¿Es la mayor rentabilidad bursátil generada por la empresa familiar europea frente a la empresa no familiar una compensación por los riesgos asumidos?
- ¿Afecta el entorno competitivo en el que operan las empresas familiares a la rentabilidad que obtienen?: ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en todos los países europeos?; ¿Y en todos los sectores?
- ¿Son las características específicas de las empresas familiares, como su menor tamaño, las que justifican su mayor rentabilidad?
- ¿Es el "family premium" igual para todas las empresas familiares? ¿Existen diferencias en función del porcentaje de acciones en manos de la familia?; ¿Cómo influye la presencia del fundador en la rentabilidad-riesgo de la empresa familiar?
- ¿Y qué opina el mercado? ¿Cómo valora a la EF frente a la ENF? ¿Y a los distintos tipos de EF?

El estudio parte de la misma definición de empresa familiar utilizada en el I Informe Banca March-IE<sup>2</sup> y del mismo universo de empresas<sup>3</sup>. Con el fin de abordar los interrogantes planteados, se recogen nuevas variables de interés y se limita la muestra a aquellos países con suficiente representatividad de empresas. Se logra así una muestra final mucho más rica en cuanto a veracidad y riqueza de la información contenida.

- La muestra incluye sólo aquellos países con al menos 50 empresas no financieras cotizadas.
- Se introducen nuevos indicadores de riesgo, distinguiendo entre riesgo económico, solvencia, de mercado y de liquidez.
- Se recogen datos sobre el porcentaje exacto de propiedad en manos de la familia durante cada uno de los 10 años considerados con el fin de analizar el efecto propiedad familiar sobre la rentabilidad y el riesgo.
- Se analizan las empresas familiares individualmente para distinguir empresas familiares en las que el fundador está presente de aquellas que ya han superado el relevo generacional.

## Muestra final del II informe Banca March-IE

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

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

<sup>2</sup> Se considera empresa familiar aquella en la que un individuo o grupo familiar poseen al menos el 20% de las acciones de la empresa y en la que al menos un miembro de la familia está presente en el Consejo de Administración.

<sup>3</sup> Todas las empresas "no financieras" cotizadas en las bolsas europeas con más de 50 millones de € de capitalización bursátil en 2010.

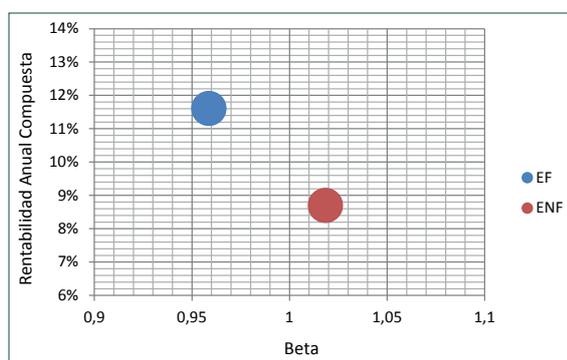
# ¿Es la mayor rentabilidad generada por la empresa familiar una compensación por los riesgos asumidos?

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

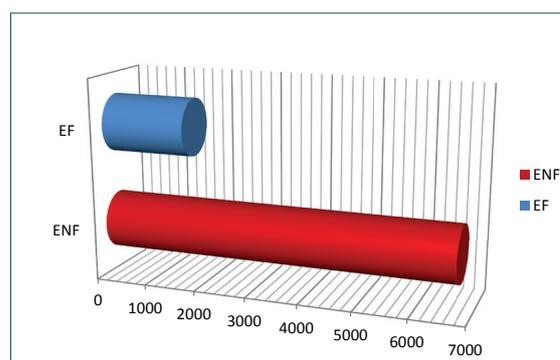
- El ROA de las EF es superior al de las ENF y su rentabilidad bursátil por año a lo largo del periodo 2001-2010 se sitúa en media en 300 puntos básicos por encima de la ENF.
- La EF posee un menor riesgo de insolvencia (menor probabilidad de quiebra), económico (menor volatilidad de sus resultados) y de mercado (menor Beta y Volatilidad de la cotización) que la ENF.
- El único riesgo para el que las EF presentan niveles más elevados que las ENF es el riesgo de liquidez (volumen negociado anual en mill. de €). No obstante, los análisis estadísticos realizados indican que este mayor riesgo no es suficiente para justificar la existencia del "family premium".

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

TOP 10 Empresas Familiares más rentables 2001-2010



Rentabilidad - Riesgo media EF frente a la ENF 2001-2010



Liquidez media (Volumen medio anual negociado en mill. de €) 2001-2010

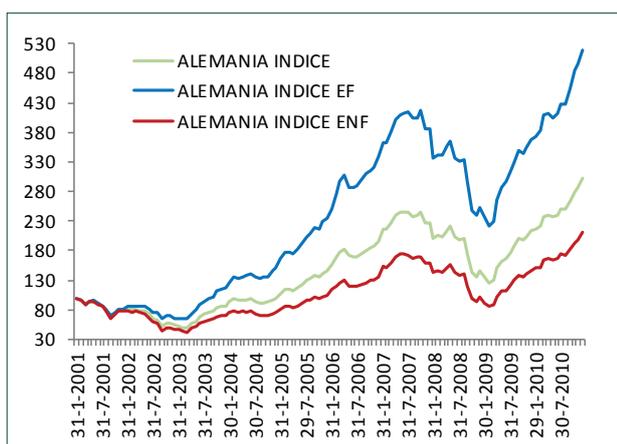
## ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en los diferentes países?

**NO.** El "family premium" existe en todos los países analizados, pero el diferencial de rentabilidad entre la EF y la ENF varía mucho de un país a otro.

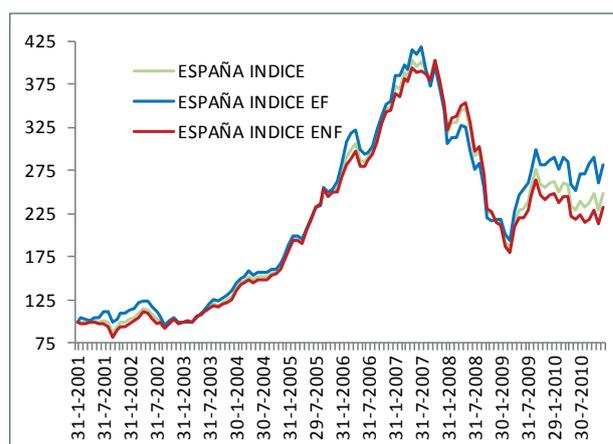
- En Alemania la EF bate claramente a la ENF en rentabilidad bursátil (obteniendo 1000 puntos básicos más en media por año), seguida de Reino Unido donde esta diferencia es de 600 puntos básicos por año. En el extremo contrario se sitúa Suiza donde el diferencial apenas es de 9 puntos básicos, aunque de nuevo a favor de la EF.
- Este exceso de rentabilidad bursátil de la EF no responde a una compensación por un mayor riesgo de mercado. De hecho, en los países donde las EF son claramente más rentables que las ENF, Alemania y Reino Unido, el riesgo de mercado de las EF es menor que el de las ENF.
- En todos los países de la muestra, las EF muestran un menor riesgo de insolvencia y un mayor riesgo de liquidez que las ENF. Los resultados respecto al riesgo de mercado y el económico varían sin embargo en función del país.

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

TOP 5 Empresas Familiares alemanas mas rentables 2001-2010



Índice bursátil EF, ENF y mercado Alemania



Índice bursátil EF, ENF y mercado España

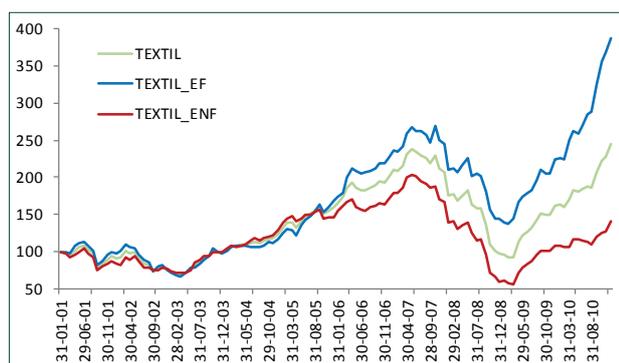
# ¿Es el éxito de la empresa familiar homogéneo en todos los sectores?

**NO.** El "family premium" no existe en todos los sectores analizados. No obstante, en aquellos sectores en los que la EF bate a la ENF, obtiene diferenciales de rentabilidad muy superiores.

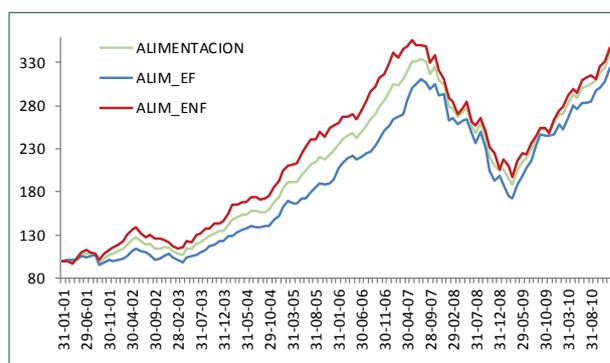
- La distribución sectorial entre EF y ENF no es homogénea. Los sectores donde predominan las EF son sectores con rentabilidad media-alta y riesgo inferior a la media (Higiene y Perfumes, Confección y Textil, Alimentación, Madera y Papel, Fabricación de Maquinaria y Vehículos de Transporte, Comercio y Fabricación de Productos Informáticos y Electrónicos).
- Las EF no son más rentables que las ENF en todos los sectores en los que predominan. No obstante, en aquellos sectores en los que las EF batían a las ENF, los diferenciales de rentabilidad son muy superiores. Destaca el caso del sector textil, donde las EF han obtenido 1100 puntos básicos de rentabilidad media por año más que las ENF a pesar de tener un riesgo de mercado, de liquidez y de solvencia inferior, y similar riesgo económico. En el sector de Fabricación de Productos Informáticos, Electrónicos y Electrodomésticos, las EF también batían a las ENF en 500 puntos básicos anuales, con menor riesgo en todos los conceptos salvo en liquidez.
- Las diferencias en todos los tipos de riesgo entre EF y ENF están muy influenciadas por la distribución sectorial, no existiendo una pauta común a todos los sectores.

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

Top 5 Empresas Familiares sector textil más rentables 2001-2010



Índice bursátil EF, ENF y mercado sector Textil



Índice bursátil EF, ENF y mercado sector Alimentación

# ¿Es el menor tamaño de la empresa familiar el factor que justifica su mayor rentabilidad frente a la empresa no familiar?

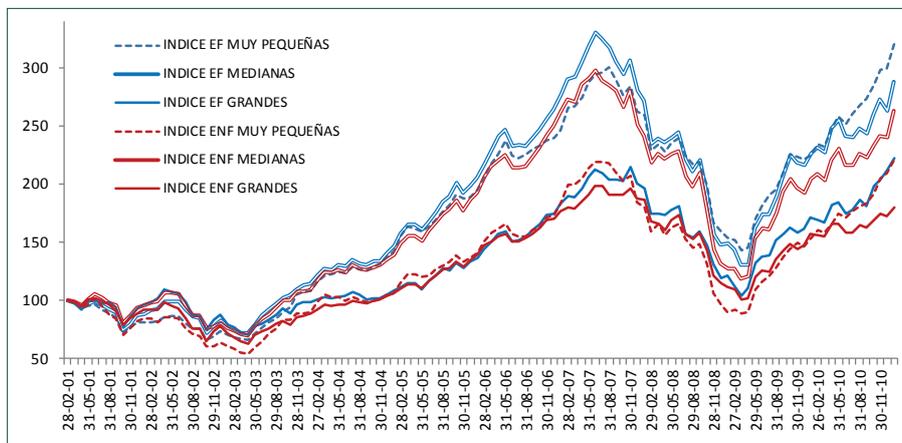
**NO.** El "family premium" existe independientemente de la dimensión de la empresa pero los diferenciales de rentabilidad entre EF y ENF son más amplios cuanto más pequeñas son las empresas.

- El porcentaje de EF es mayor entre las empresas muy pequeñas (menos de 350 mill. € de capitalización bursátil) donde las EF representan casi un 40%. Sin embargo, sólo un 18% de las empresas cotizadas grandes (más de 3.300M capitalización bursátil) son empresas familiares.
- En todos los segmentos de tamaño las EF son más rentables que las ENF, pero el diferencial más amplio se da en las empresas más pequeñas a pesar de mostrar un riesgo de mercado y económico muy inferior al de las ENF.

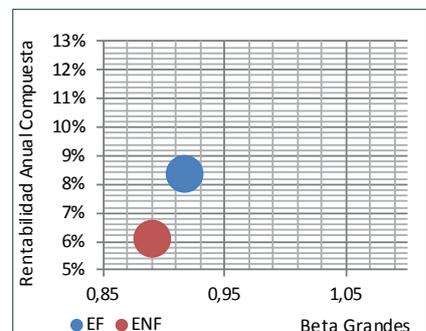
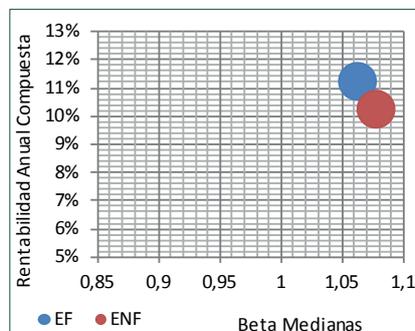
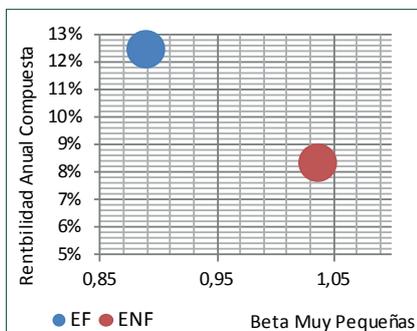
Compañías < 350 mill. € Capit. Bursátil	País
Mulberry Group	Reino Unido
Anglo-Eastern Plantations	Reino Unido
Prim S.A.	España
James Halstead	Reino Unido
Hugli Holding	Alemania
<b>Rentabilidad Media Anual Top 5 EF Pequeña</b>	<b>29,97%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF Pequeñas</b>	<b>4,20%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

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

Top 5 Empresas Familiares más rentables por tamaño 2001-2010



Indice bursátil en función del tamaño de las empresas



Rentabilidad-Riesgo bursátil EF frente a ENF en función del tamaño de las empresas

# ¿Es el “family premium” igual para todas las empresas familiares independientemente del porcentaje de acciones en manos de la familia?

**NO.** El porcentaje de acciones en manos de la familia influye positivamente en la rentabilidad bursátil pero esta relación no es lineal.

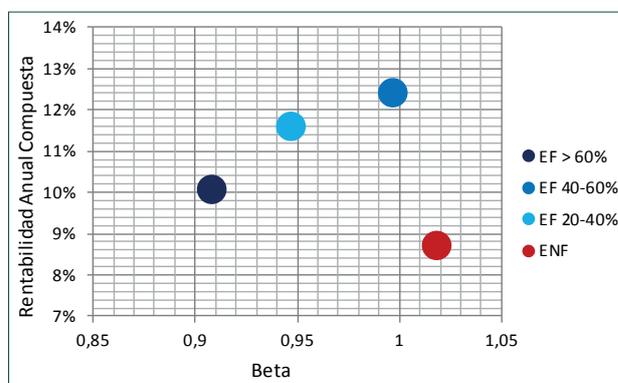
- La relación entre propiedad familiar y rentabilidad bursátil presenta forma de U invertida. Es decir, el “family premium” es mayor a medida que aumenta la propiedad familiar hasta un punto, a partir del cual los beneficios de un mayor control familiar son decrecientes. Este punto “óptimo de control familiar” se sitúa en torno al 40%.
- La relación riesgo-propiedad familiar por lo general tampoco es lineal, presentando forma de U invertida tanto para el riesgo económico como para el bursátil y de U para el riesgo de solvencia. El único factor de riesgo que presenta una relación lineal fuertemente positiva con la propiedad familiar es el de liquidez, siendo las empresas cuyo control familiar excede el 60% de las acciones menos líquidas.

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

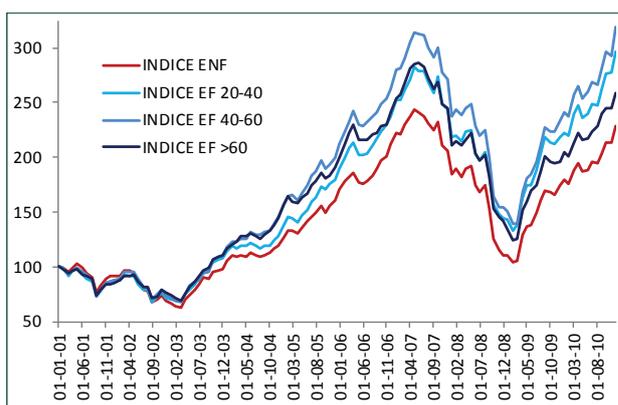
Compañías con propiedad familiar entre 40 y 60%	País
Mulberry Group	Reino Unido
Anglo-Eastern Plantations	Reino Unido
Bijou Brigitte Modische Accessories	Alemania
<b>Rentabilidad Media Anual Top 3</b>	<b>32,93%</b>
<b>Diferencial Rentabilidad EF frente a ENF 40-60%</b>	<b>3,71%</b>

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

Top 3 Empresas Familiares mas rentables por propiedad familiar 2001-2010



Rentabilidad-Riesgo bursátil en función de la propiedad 2001-2010



Índice bursátil por porcentaje de propiedad

# ¿Influye la presencia del fundador en el “family premium”?

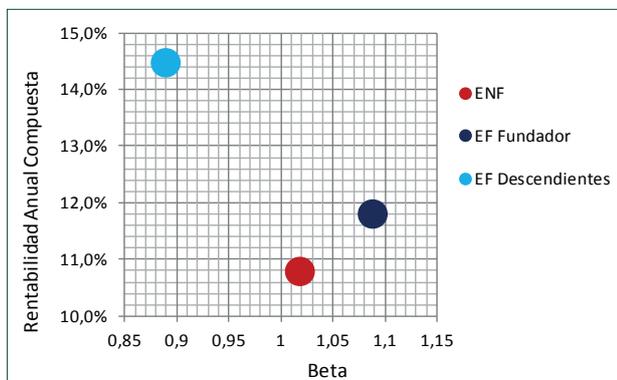
SI. El “family premium” existe tanto en las empresas en las que el fundador está presente, como en aquellas que ya han superado el relevo generacional. Sin embargo, existen diferencias en riesgo y rentabilidad entre ambos tipos de empresas familiares.

- Las empresas familiares en las que el fundador aún está presente han obtenido una rentabilidad bursátil significativamente menor que las empresas que ya han superado el relevo generacional (empresas de descendientes).
- Y esto a pesar de tener asociado un riesgo económico, de mercado y de liquidez mayor. Sin embargo su riesgo de solvencia es inferior al que presentan las empresas de descendientes.

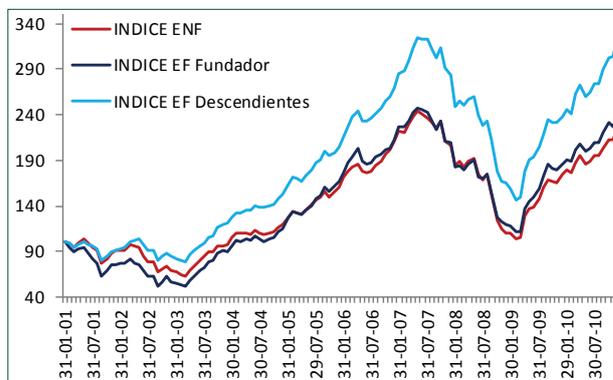
EF con presencia de Fundador (EF Fundador)	País
Compugroup Medical	Alemania
Stratec Biomedical	Alemania
United Internet	Alemania
Gerry Weber International	Alemania
Einhell Germany	Alemania
<b>Rentabilidad Media Anual Top 5 EF Fundador</b>	<b>24,90%</b>

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

Top 5 Empresas Familiares Fundador y Descendientes más rentables



Rentabilidad-Riesgo bursátil en función de la presencia del fundador

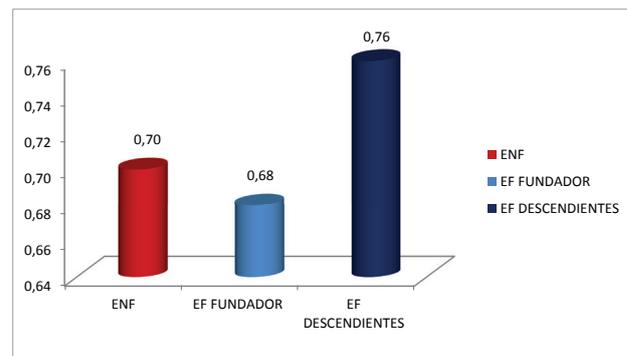
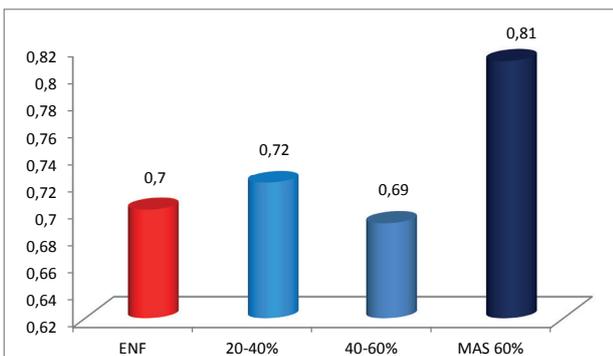
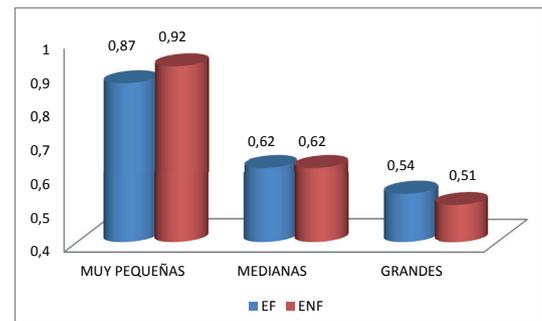
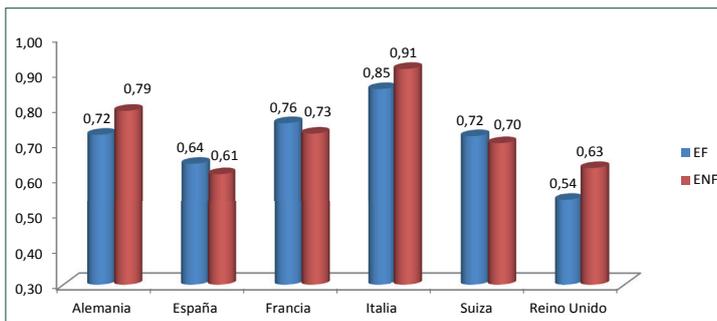


Índice bursátil en función de la presencia del fundador

# ¿Y que opina el mercado?

Las EF están peor valoradas en los mercados europeos que las ENF. Pero estas diferencias en valoración no son independientes del contexto en el que operan las empresas ni de las características de las mismas.

- Las valoraciones de las empresas están muy condicionadas por el mercado en el que cotizan, estando las EF peor valoradas que las no familiares en Francia, España y Suiza y mejor valoradas en Alemania, Italia y Reino Unido.
- En cuanto a los sectores donde la EF predomina, el único en el que la EF aparece mejor valorada es en el sector textil, donde la prima del book to market sobre las no familiares es de más de 0,50 (0,53 la EF frente a 1,09 la ENF).
- Las diferencias en los segmentos de tamaño entre la valoración de la EF frente a la ENF son mínimas, aunque están mejor valoradas las familiares cuando son muy pequeñas, y peor valoradas con respecto a las no familiares cuando son grandes.
- Las diferencias entre empresas familiares afectan a la valoración. Las empresas en las que la familia posee más del 60% de la propiedad están claramente infravaloradas frente al resto de empresas familiares. Igualmente, aquellas en las que el fundador ya no está presente aparecen claramente penalizadas frente al resto.



Valoración (Book to Market) de la EF y la ENF por países, tamaño, control familiar y presencia del fundador.

# Conclusiones

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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





## Cristina Cruz

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

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

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

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



## Laura Núñez Letamendia,

*Profesora de Dirección Financiera, IE Business School*

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

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

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





