



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

J.P.

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

**CREACIÓN DE VALOR EN LA
GESTIÓN DE UN HOLDING FAMILIAR.
EL EXITOSO CASO DE EXOR Y LA
FAMILIA AGNELLI**

Autor: Lucía Guidi Santana
Director: Jacobo Osorio Pitarch

MADRID | junio 2026

Resumen

El presente trabajo analiza el portafolio de Exor N.V., holding de inversión controlado por la familia Agnelli. A través de un enfoque mixto que combina análisis cualitativo con evidencia cuantitativa basada en resultados financieros, el estudio examina cómo el grupo ha generado valor de forma sostenida a lo largo de cinco generaciones. El análisis identifica tres palancas transversales de creación de valor: la inversión contracíclica, la transformación activa del portafolio y una estructura de gobernanza familiar sólida. Estas palancas se ilustran a través de casos específicos vinculados a las principales participadas del grupo. Los resultados financieros respaldan este modelo, demostrando un crecimiento sostenido del valor intrínseco del grupo y una elevada rentabilidad para sus accionistas. La investigación concluye que el éxito de Exor no se debe a una única variable, sino a la combinación de varios elementos que han permitido a los Agnelli mantener el control durante más de un siglo priorizando la creación de valor a largo plazo.

Palabras clave

Exor N.V., holding familiar, creación de valor, capital paciente, spin-off, fusiones y adquisiciones, gobierno corporativo, diversificación, familia Agnelli

Abstract

This paper analyses the portfolio of Exor N.V., an investment holding company controlled by the Agnelli family. Through a mixed-methods approach combining qualitative analysis with quantitative evidence drawn from financial results, the study examines how the group has generated value sustainably across five generations. The investigation identifies three main value creation levers: contrarian investment, active portfolio transformation, and a solid family governance structure. These levers are illustrated through specific cases linked to the group's main companies. The financial results support this model, demonstrating sustained growth in Exor's intrinsic value and strong returns for its shareholders. The study concludes that Exor's success cannot be attributed to a single variable, but rather to a combination of elements that have allowed the Agnelli family to maintain control for over a century while consistently prioritizing long-term value creation.

Keywords

Exor N.V., family-controlled holding company, value creation, patient capital, spin-off, M&A, corporate governance, diversification, Agnelli family

Índice de contenidos

1.	Introducción	6
1.1.	Contextualización y justificación del tema.....	6
1.2.	Objetivos del trabajo.....	7
1.3.	Metodología.....	7
2.	Marco teórico: creación de valor en holdings familiares	9
2.1.	Concepto de creación de valor: dimensión estratégica y financiera.....	9
2.2.	Dimensiones estratégicas fundamentales en la gestión de holdings.....	9
2.2.1.	Configuración del porfolio: el debate sobre la diversificación	10
2.2.2.	Mecanismos de reconfiguración: M&A, spin-offs y la cuestión del timing.	11
2.3.	Holdings familiares y visión a largo plazo	12
3.	Exor y la familia Agnelli: historia, estructura y modelo de negocio.....	16
3.1.	Historia y evolución: de Fiat a Exor	16
3.2.	Estructura organizativa y gobierno corporativo.....	17
3.3.	Filosofía y criterios de inversión	18
3.3.1.	Propósito corporativo y proceso de selección.....	18
3.3.2.	Sectores prioritarios y vehículos de inversión	19
3.3.3.	Rol como accionista	21
4.	Análisis estratégico: cómo Exor crea valor en su cartera.....	23
4.1.	La selección como primera palanca de valor: PartnerRe y Philips.....	23
4.2.	Transformación de las participadas: Ferrari, Stellantis y CNH-Iveco.....	25
4.3.	Más allá de la inversión: la capacidad de reinventarse sin perder el control.....	29
5.	Análisis financiero.....	31
5.1.	Evolución del NAV	31
5.2.	Evolución de la cotización e hitos corporativos	32
6.	Conclusiones	36

7. Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado.....	37
8. Bibliografía.....	38

Índice de figuras

Figura 1: Superposición de sistemas en las empresas familiares	13
---	----

Índice de tablas

Tabla 1: Principales participaciones de Exor N.V.....	21
Tabla 2: Rentabilidad del NAV por acción de Exor frente al MSCI World Index	34

1. Introducción

1.1. Contextualización y justificación del tema

La creación de valor es uno de los grandes objetivos de cualquier estrategia empresarial. Toda empresa aspira a crecer, a evolucionar, a dejar una huella significativa en su entorno. Sin embargo, la forma en la que las organizaciones generan y capturan valor varía considerablemente según la estructura corporativa, el modelo de negocios y su horizonte temporal de inversión. En el caso de los holdings familiares, esta cuestión asume una complejidad singular. Estas entidades deben equilibrar la rentabilidad financiera con el legado familiar, combinar una gestión profesional con el mantenimiento del control y pensar a largo plazo en un mundo que premia cada vez más los resultados rápidos.

Las empresas familiares constituyen un pilar fundamental de la economía mundial. Según estudios recientes, se estima que generan más del 70% del PIB global y dan trabajo a aproximadamente el 60% de la población activa (McKinsey, 2023). En Europa representan más del 60% del tejido empresarial y son fundamentales en el mantenimiento de la estabilidad económica (European Commission, 2025). A pesar de su relevancia económica, estas entidades se enfrentan a desafíos estructurales significativos relacionados con la supervivencia a largo plazo y la sucesión generacional. Los datos son preocupantes: solo el 33% de las empresas familiares sobrevive el paso de primera a segunda generación, y únicamente el 12% logra llegar a la tercera (Poza y Daugherty, 2013). Estos números invitan a preguntarse qué determina que una empresa familiar sobreviva en el tiempo y a qué se debe esta mortalidad empresarial.

En este contexto Exor N.V., el holding de inversión controlado por la familia Agnelli, representa una clara excepción. Desde la creación de Fiat en 1899, los Agnelli han logrado perdurar durante cinco generaciones y transformar su pequeño grupo industrial en un holding de alcance global. Lo que empezó como una fábrica de automóviles en Turín, hoy gestiona un conjunto diversificado de participaciones en empresas como Ferrari, CNH Industrial y Stellantis. Bajo el liderazgo de John Elkann, bisnieto del fundador, Exor ha conseguido combinar la continuidad familiar con una gestión moderna y profesionalizada, alcanzando un valor neto de activos de aproximadamente 38.000 millones de euros en 2024 (Exor N.V., 2025). La trayectoria de la familia Agnelli se ha convertido en referencia y símbolo de éxito

transgeneracional, influyendo no solo en la economía italiana sino también en el panorama empresarial europeo.

1.2. Objetivos del trabajo

El presente trabajo de fin de grado aspira a entender como Exor ha conseguido generar valor de forma sostenida, identificando los factores que explican su excepcional longevidad como holding familiar.

Para ello, el análisis parte de una revisión del marco teórico sobre creación de valor empresarial, poniendo especial foco en sus particularidades en el contexto de los holdings familiares. A partir de esta base, el estudio se centra en Exor, con el fin de identificar las estrategias que ha empleado para generar valor. Asimismo, se analiza el rol de la familia Agnelli, para entender como ha logrado mantener el control del grupo a lo largo de cinco generaciones sin comprometer la profesionalización ni la eficiencia en la gestión.

Finalmente, estos hallazgos cualitativos se completan con una validación empírica que permite evaluar si las estrategias identificadas se traducen realmente en valor para los accionistas.

1.3. Metodología

Este trabajo se basa en el estudio de un caso único de tipo instrumental (Stake, 1995), con un enfoque metodológico mixto que combina análisis cualitativo con elementos cuantitativos. El estudio de caso es especialmente útil para entender fenómenos complejos dentro de su contexto real. Aunque esta metodología presenta limitaciones en términos de generalización estadística, su capacidad para generar reflexiones teóricas aplicables a contextos parecidos justifica plenamente su elección (Yin, 2018). En este sentido, Exor se analiza no solo por su interés individual, sino como caso instrumental que permite examinar cuestiones teóricas más amplias, como la gestión de carteras diversificadas, la creación de valor empresarial y la continuidad generacional.

En cuanto al proceso de investigación, el trabajo se desarrolla en varias fases. Para empezar, se ha llevado a cabo una revisión de la literatura académica existente a través de buscadores como Google Scholar. Las búsquedas se han realizado en español, inglés e italiano,

utilizando palabras clave que han ido ganando especificidad a medida que avanzaba la investigación.

Esta revisión bibliográfica se ha completado con el análisis de informes oficiales de Exor y sus participadas, noticias de actualidad relacionadas con el holding, y casos elaborados por escuelas de negocio de referencia como Harvard Business School o IESE. Estas fuentes han permitido construir el marco teórico del trabajo y trazar la evolución histórica del holding, sentando las bases para el posterior análisis estratégico.

Este último se articula en dos niveles. Por una parte, se han examinado algunas operaciones corporativas concretas de Exor, seleccionadas por su relevancia como ejemplos de creación de valor. Entre ellas se incluyen la adquisición de PartnerRe y Philipps, la escisión de Ferrari del grupo Fiat, la separación de Iveco de CNH Industrial, y la fusión que dio origen a Stellantis. Por otra parte, el estudio aborda el holding en su conjunto, centrándose en la capacidad de la familia Agnelli para mantener el control del grupo a lo largo de distintas generaciones.

Finalmente, el trabajo se completa con un análisis financiero que persigue un doble objetivo: evaluar si las decisiones estratégicas analizadas se traducen en rentabilidad para los accionistas y comparar el desempeño del holding con el mercado. Para ello se han utilizado datos del terminal Bloomberg, informes de analistas de Kepler Cheuvreux y informes oficiales del propio holding.

Es importante reconocer que este diseño metodológico presenta limitaciones, como el posible sesgo de fuentes secundarias y la imposibilidad de generalizar los resultados, al tratarse de un caso único y singular. No obstante, estas limitaciones no invalidan el estudio, ya que las lecciones estratégicas identificadas son transferibles a otros contextos empresariales parecidos.

2. Marco teórico: creación de valor en holdings familiares

Esta sección del trabajo aborda el concepto de creación de valor, definiendo las principales estrategias de *value creation* en el mundo empresarial y, posteriormente, centrando el análisis en el contexto de los holdings familiares.

2.1. Concepto de creación de valor: dimensión estratégica y financiera

La creación de valor representa el objetivo fundamental de cualquier estrategia empresarial, ya que determina la capacidad de una empresa de generar riqueza de forma sostenida en el tiempo.

Desde un punto de vista financiero, una inversión genera valor cuando produce retornos que superan el capital invertido, los costes operativos y los costes de oportunidad (Copeland et al., 2000). Para medir este valor se emplean métricas como el Valor Económico Agregado (EVA), el Retorno sobre el Capital Invertido (ROIC) y, en el contexto de estructuras patrimoniales, el Valor Neto de Activos (NAV). Estas medidas permiten establecer el valor económico efectivo de una empresa, yendo más allá de las tradicionales herramientas contables (Hernández y Castillo, 2021). Sin embargo, la creación de valor no puede entenderse exclusivamente desde una óptica financiera. Porter (1985) vincula este concepto a la capacidad de una empresa de sostener una ventaja competitiva en el tiempo, ya sea a través del liderazgo en costes o mediante la diferenciación, ofreciendo productos o servicios percibidos como superiores por el mercado.

Por tanto, la creación de valor ha de interpretarse como un proceso integral, en el que la dimensión estratégica y la financiera están estrechamente vinculadas. Mientras que la dimensión estratégica define la posición competitiva de una firma y sus aspectos diferenciales, la dimensión financiera permite evaluar si dichos aspectos producen un retorno sostenido en el tiempo.

2.2. Dimensiones estratégicas fundamentales en la gestión de holdings

Se denomina holding, o sociedad de carteras, a una empresa matriz que posee acciones de varias compañías, ejerciendo control sobre negocios que pueden pertenecer tanto al mismo sector como a sectores diferentes (Salas Suárez et al., 2023). Por lo general, la sociedad matriz

tiene la mayoría de los derechos de voto, ejerciendo así el control efectivo sobre el resto del grupo. A diferencia de las empresas tradicionales, este tipo de entidad no participa directamente en los procesos productivos, sino que su función principal es gestionar estratégicamente sus participaciones. Por esta razón, es fundamental que el holding dirija sus inversiones de forma eficiente, centrándose en aquellas compañías que aumenten el valor global del grupo y aporten más de lo que podrían generar de forma individual.

Este segundo apartado del marco teórico tiene como objetivo analizar dos dimensiones estratégicas que condicionan la capacidad de un holding para generar valor: la configuración del porfolio y los mecanismos corporativos de reconfiguración.

2.2.1. Configuración del porfolio: el debate sobre la diversificación

La configuración del porfolio representa una decisión clave para cualquier holding. Ante un amplio abanico de posibles inversiones, la entidad debe seleccionar aquellas que resulten rentables y coherentes con los objetivos del grupo. En este sentido, la diversificación representa uno de los principales criterios para definir tanto la composición del holding como el alcance de sus actividades.

Desde un punto de vista teórico, diversificar crea valor en la medida en la que minimiza riesgos y permite aprovechar las sinergias entre los negocios del grupo. Cuando varias actividades comparten recursos y capacidades, surgen economías de alcance, que pueden traducirse en una ventaja competitiva real (Grant, 2008). No obstante, existe evidencia empírica que cuestiona estos beneficios. Berger y Ofek (1995) observaron una pérdida de valor promedio entre un 13% y un 15% en empresas diversificadas, fenómeno conocido como descuento de conglomerado. Sus causas pueden atribuirse a problemas como la sobreinversión en sectores con oportunidades de crecimiento limitadas o a la transferencia de recursos de unidades rentables a unidades menos eficientes. Ante esta evidencia, Goold y Campbell (1987) explican que diversificar es justificable solo cuando la empresa matriz añade más valor a los negocios de lo que cuesta mantenerlos. Este concepto, conocido como ventaja de la matriz, se verifica cuando la empresa madre posee capacidades distintivas que permiten optimizar el desempeño de sus unidades de negocio y mejorar su rendimiento conjunto.

2.2.2. Mecanismos de reconfiguración: M&A, spin-offs y la cuestión del timing

La reconfiguración de porfolio es un proceso dinámico que permite al holding ajustar su posicionamiento a lo largo del tiempo. Se materializa a través de operaciones de M&A, spin-offs y procesos de restructuración, y representa una palanca fundamental de creación de valor para este tipo de entidades.

El M&A, por ejemplo, es una de las principales herramientas para entrar en nuevos negocios o acelerar el crecimiento en sectores en los que la empresa ya opera. La creación de sinergias constituye el principal motor de valor en estas operaciones: tanto las sinergias de crecimiento, que nacen de un mayor volumen de ventas, como las sinergias de costes, relacionadas a la optimización de la cadena productiva, la reducción de puestos redundantes o el aprovechamiento de la economía de escala (Junni y Teerikangas, 2019). Más allá de las sinergias, el valor también se puede generar a través de mejoras en la gestión, cuando el adquirente aporta *expertise* sectorial o capacidades directivas que permiten elevar el desempeño de la empresa adquirida.

Si el M&A añade negocios al porfolio, las desinversiones, por el contrario, los eliminan. También conocidas como spin-offs, estas operaciones constituyen otra forma alternativa de crear valor, mediante la cual un holding reduce su tamaño, escindiéndose de una o más divisiones. Tras la escisión, los accionistas pasan a ser propietarios tanto de las acciones de la empresa matriz como de la filial escindida (Veld y Veld-Merkoulova, 2009). La evidencia empírica demuestra que los spin-offs generan retornos anormales positivos (Cusatis et al., 1993), principalmente porque permiten liberar el valor “oculto” de ciertos negocios dentro de un conglomerado.

En conjunto, tanto el M&A como las desinversiones constituyen palancas fundamentales de creación de valor. A pesar de ello, su efectividad depende del momento en el que se ejecutan las operaciones. Las adquisiciones suelen realizarse de forma anticíclica, en momentos de recesión o crisis. De esta forma, los holdings pueden adquirir activos que están temporalmente infravalorados. En las desinversiones, en cambio, la lógica se invierte: el objetivo es maximizar el precio de salida, por lo que tienden a ejecutarse en momentos de expansión económica, cuando las valoraciones de mercado son más elevadas.

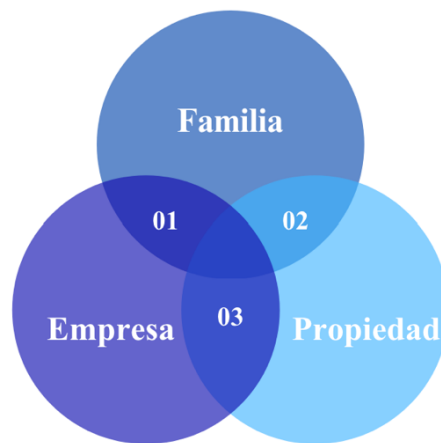
Saber actuar en el momento adecuado es, por tanto, una capacidad estratégica clave, que requiere paciencia y disciplina financiera. En este sentido, los holdings tienen una ventaja significativa en comparación con otras entidades, ya que no suelen estar sujetos a presiones cortoplacistas, lo que les permite esperar el momento óptimo para invertir o desinvertir. El concepto de capital paciente hace referencia precisamente a esta capacidad de mantener un horizonte temporal prolongado y actuar con mayor flexibilidad. El holding puede adquirir una empresa a bajo coste en épocas de *downturn* económico, disponer del tiempo necesario para que la compra de resultados positivos y posponer eventuales ventas a momentos de mercado favorable. Esta ventaja temporal se analizará con mayor profundidad en el siguiente apartado.

2.3. Holdings familiares y visión a largo plazo

En esta tercera y última fase del marco teórico, el foco se centra específicamente en los holdings familiares. Este tipo de entidades están diseñadas para agrupar y gestionar las participaciones de una familia a través de una sociedad cabecera, normalmente controlada de forma mayoritaria o integral por sus miembros. Este modelo permite que el patrimonio empresarial y financiero se conserve y se transmita de generación en generación. Sin embargo, lograr esta continuidad es poco habitual. Como se ha mencionado en la introducción, solo el 33% de las empresas familiares sobrevive al paso de primera a la segunda generación, y únicamente el 12% alcanza la tercera (Poza y Daugherty, 2013). Estos datos llevan a preguntarse qué diferencia a los holdings que perduran en el tiempo, como Exor con cinco generaciones, de aquellos que fracasan en la transición.

Para contestar a esta pregunta, la literatura académica suele recurrir a la teoría de sistemas, que concibe la empresa familiar como la interacción de tres subsistemas: familia, propiedad y empresa. Estos elementos se superponen y se influyen mutuamente, y ninguno puede entenderse de forma autónoma, tal y como se ilustra en la Figura 1.

Figura 1: Superposición de sistemas en las empresas familiares



Fuente: Elaboración propia a partir Poza (2009)

Esta superposición supone una enorme ventaja competitiva cuando existe una adecuada alineación entre los intereses, roles y expectativas de cada subsistema. En estos casos, se reducen los conflictos de agencia, porque quienes toman las decisiones son también los que asumen directamente las consecuencias económicas. Además, esta alineación permite que la estrategia de la empresa refleje las prioridades de la familia, orientando las decisiones hacia la preservación del patrimonio y la creación de valor a largo plazo.

Sin embargo, esta misma superposición también puede suponer un peligro significativo si no se gestiona de forma adecuada. La falta de separación clara entre propiedad y gestión puede dar lugar a varios problemas, como atrincheramiento directivo, cuando familiares incompetentes asumen posiciones de poder por su apellido y no por su mérito. Asimismo, pueden surgir conflictos familiares que se trasladan al ámbito empresarial o posibles tendencias a a priorizar decisiones conservadoras orientadas a proteger el patrimonio familiar, incluso a costa del crecimiento de la empresa (Poza, 2009).

Para mitigar todos estos riesgos, muchos holdings de éxito han optado por un modelo de control indirecto, en el que la propiedad está en manos de la familia, pero la gestión se delega a managers profesionales. En este modelo, la familia mantiene la propiedad y el control del grupo, normalmente a través de estructuras accionariales que garantizan la mayoría de los derechos de voto. Sin embargo, la gestión diaria se confía a directivos externos, que aportan una visión más profesional y objetiva. Para que esta separación funcione correctamente, la propia familia debe establecer unos límites claros a su intervención. Por ello, muchos grupos

han creado mecanismos gubernamentales y protocolos internos que regulan temas como la incorporación de familiares, los procesos de sucesión y los criterios para acceder a puestos directivos.

Más allá de las estructuras de gobierno, los holdings familiares poseen una ventaja competitiva fundamental que los distingue de muchos otros vehículos de inversión: el capital paciente. Hay que entender que en estos grupos la familia no piensa en términos de pocos años, sino que quiere transmitir el patrimonio de hijos a nietos. Por lo que si una inversión tiene sentido estratégico, el holding puede mantenerla durante décadas, capturando su valor a muy largo plazo.

Esta característica ayuda a explicar por qué las empresas familiares tienden a desempeñarse mejor en industrias donde la inversión a largo plazo es crítica, como por ejemplo el mundo del lujo. El grupo LVMH, dirigido por la familia Arnault, ilustra perfectamente este fenómeno. Marcas como Dior y Fendi no se convirtieron en iconos de moda de hoy para mañana, sino que tardaron mucho tiempo en posicionarse en el mercado. Los Arnault invirtieron pacientemente en su desarrollo sin exigir rentabilidad inmediata y eso ha sido clave en la construcción de uno de los mayores grupos de lujo del mundo.

James (1999) teorizó esto explicando que en empresas no familiares pueden darse problemas de *underinvestment* (infra-inversión) debido a que los managers, evaluados en horizontes cortos, evitan inversiones cuyos beneficios se materializan en el largo plazo. Las empresas familiares, en contraste, internalizan los beneficios futuros e invierten en activos costosos, pero con mucho potencial, al estar orientadas a la transmisión intergeneracional.

Por último, cabe destacar otro activo intangible de gran valor en las empresas familiares, que es la reputación asociada al apellido. A diferencia de las empresas gestionadas por profesionales externos, en las sociedades de conducción familiar el nombre de la familia está indisolublemente ligado a la firma. Esto genera un gran incentivo para mantener altos los estándares de calidad, integridad y responsabilidad. Cualquier escándalo o problema no afecta solamente a la empresa, sino también al prestigio familiar y al legado que se transmite a la siguiente generación. Con el paso del tiempo, si el negocio va bien, el apellido se carga de significado y se convierte en un activo difícil de replicar. Los Agnelli, con su larga trayectoria, son un ejemplo claro, al haber transformado su apellido en un signo distintivo y una palanca de valor enorme, que actúa como una gran barrera de entrada para nuevos competidores.

En síntesis, los holdings familiares que perduran en el tiempo no lo consiguen por azar, sino gracias a una combinación de factores ganadores, desde una estructura de gobierno y una visión a largo plazo sólidas, hasta la construcción de una reputación familiar distintiva. Estos elementos se convierten en palancas de valor fundamentales para construir un legado empresarial duradero. A partir de este marco teórico, es posible analizar cómo Exor N.V. ha aplicado estos principios en la práctica.

3. Exor y la familia Agnelli: historia, estructura y modelo de negocio

Este capítulo tiene como objetivo contextualizar Exor. Para ello, se analiza la historia del grupo, desde sus inicios hasta la actualidad. En segunda instancia se examina la estructura organizativa, para concluir con la filosofía del holding y sus criterios de inversión.

3.1. Historia y evolución: de Fiat a Exor

La historia de la familia Agnelli se remonta a finales del siglo XIX, en una Italia recientemente unificada y en plena transformación industrial. En este contexto de modernización, la ciudad de Turín comenzó a consolidarse como uno de los principales centros industriales del país. Fue en este entorno donde Giovanni Agnelli, nacido en 1866 en el seno de una prestigiosa familia empresarial, decidió emprender, fundando junto con otros socios la Fiat, en 1899. Apenas tres años más tarde, Agnelli fue nombrado director general y progresivamente fue adquiriendo el control de la empresa tras la salida de los socios iniciales.

Desde sus inicios, Giovanni no solo demostró una gran visión empresarial sino también una preocupación constante por garantizar la continuidad familiar. En 1927 creó IFI (*Istituto Finanziario Italiano*), un holding de propiedad casi exclusiva de la familia, concebido para concentrar sus participaciones y proteger el control del grupo (Davis et al., 2012, p. 2). En materia de sucesión, estableció un sistema claro y rígido: un único líder por generación, elegido entre los descendientes varones. La elección no debía recaer necesariamente en el heredero más directo, sino en el miembro de la familia que demostrara mayores capacidades de liderazgo. Este principio se mantuvo vigente durante más de un siglo y, en esencia, sigue aplicándose en la actualidad (Davis et al., 2012, p. 3).

Sin embargo, tras el fallecimiento del fundador en 1945, el poder recayó temporalmente en manos de Vittorio Valletta, directivo y hombre de confianza de la familia, cuya gestión fue fundamental en la reconstrucción de Fiat tras la Segunda Guerra Mundial (Davis et al., 2012, p. 4). El empresario concentró todos sus esfuerzos en la producción en masa y en menos de dos décadas Fiat pasó de producir 50.000 coches anuales a alcanzar casi dos millones de unidades, convirtiéndose en un “milagro económico italiano” (Toninato y Tàpies, 2005).

En 1966, el liderazgo pasó en manos de Giovanni Agnelli Jr., nieto del fundador, conocido también como Gianni o "*l'Avvocato*" (Davis et al., 2012, p. 5). Su presidencia estuvo marcada por una estrategia de diversificación masiva, que incluyó la adquisición de Alfa

Romeo y la entrada en sectores como las telecomunicaciones, los medios de comunicación y las finanzas. Sin embargo, Gianni tuvo también que afrontar importantes retos: en la década de los setenta, Fiat atravesó una profunda crisis de liquidez que lo obligó a vender el 14% del capital del grupo a la Libia de Gadafi para obtener financiación (Davis et al., 2012, p. 6). La recuperación llegó posteriormente, con el lanzamiento del Fiat Uno, cuyo éxito comercial demostró la capacidad del grupo de reponerse ante las adversidades.

Mas allá de la gestión del negocio, el legado más duradero de *l'Avvocato* fue la arquitectura de gobierno que construyó para garantizar la continuidad familiar. En 1987 creó Giovanni Agnelli & Co. S.a.p.a., estructura que separaba socios gestores, todos miembros de la familia Agnelli y con plenos poderes de decisión, de los socios accionistas con derechos exclusivamente económicos. De este modo se aseguró que el control estratégico perteneciera en manos de la familia, independientemente de su porcentaje de participación en las empresas del grupo (Davis et al., 2012, p. 7). Finalmente, en materia sucesoria y siguiendo los principios fundacionales de elegir el heredero más capaz, Gianni designó a su nieto John Elkann como sucesor (Davis et al., 2012, p. 8).

La era de Elkann supuso una profunda transformación en el modelo de negocios del grupo. En primer lugar, John impulsó la creación de Exor S.p.A, marcando la evolución de conglomerado industrial a holding de inversiones diversificado. Desde esta nueva plataforma, Elkann reorientó el portafolio hacia sectores de mayor valor añadido, como el lujo, la sanidad y la tecnología. Además, promovió la fusión de Fiat con Chrysler, que culminaría posteriormente en Stellantis, uno de los más grandes productores de automóviles a nivel mundial (Exor N.V., 2025). Gracias a estas transformaciones, Exor creció de €2.968 millones en 2009 a €36.4 mil millones en el primer semestre de 2025 (Kepler Cheuvreux, 2025), lo que evidencia la eficacia del modelo impulsado durante esta etapa.

3.2. Estructura organizativa y gobierno corporativo

Exor N.V. es una de las más grandes sociedades de inversión de Europa, con un NAV de €38.000 millones en 2024. Con sede en Países Bajos y cotización en Euronext Amsterdam, el holding está controlado mayoritariamente por la familia Agnelli a través de Giovanni Agnelli B.V., que detiene el 55.07% de las acciones ordinaria y el 85.3% de los derechos de voto gracias al mecanismo de voto reforzado (Exor N.V., 2025). Teniendo tanto mayoría accionarial

como poder de voto consolidado, los Agnelli ejercen el control último sobre la visión estratégica y las decisiones clave del holding.

A nivel de gobierno corporativo, Exor cuenta con un Consejo de Administración compuesto por diez consejeros, entre los que se incluyen el CEO John Elkann, el presidente Nitin Nohria y ocho consejeros no ejecutivos, la mayoría de ellos independientes. En cuanto a la gestión, el equipo ejecutivo de Exor está liderado por Elkann y se completa con otros tres altos directivos, responsables de poner en práctica la estrategia del grupo (Exor N.V., 2025). Sus funciones abarcan la asignación de capital, el seguimiento de las participadas y la relación con los equipos directivos.

En conjunto, la estructura de Exor refleja un buen equilibrio entre control familiar y profesionalización. La concentración accionarial de los Agnelli garantiza la continuidad familiar y elimina las presiones cortoplacistas típicas de un holding disperso. De esta forma, la familia puede centrarse en construir valor de manera sostenida según su propia visión de negocio, sin verse excesivamente influenciada por intereses de otros accionistas. Por otro lado, los consejeros independientes complementan este control familiar, ya que su rol no es intrusivo sino de fortalecimiento. Su presencia aporta credibilidad al grupo y contribuye al cumplimiento de los requisitos formales típico de una sociedad cotizada.

3.3. Filosofía y criterios de inversión

La estrategia de inversión de Exor responde a una filosofía coherente y deliberada. Este apartado analiza los principios que orientan su propósito corporativo, los criterios de selección de las participadas del grupo y el rol que el holding asume como accionista en las compañías en las que invierte.

3.3.1. Propósito corporativo y proceso de selección

El punto de partida de la filosofía inversora de Exor es su propósito declarado: “*build great companies*” (construir grandes empresas). ¿Pero qué se entiende por una gran empresa? En el Informe Anual del 2024, el grupo explica que una gran empresa es aquella que es distintiva en lo que hace, que demuestra capacidad de renovación y cambio, que actúa de manera responsable, y que opera con los más altos estándares de gobernanza y excelencia. Encontrar firmas que pasen este filtro es sin duda una tarea ambiciosa y compleja. Por ello, resulta relevante analizar los criterios que Exor utiliza para evaluar oportunidades de inversión.

El holding estructura su proceso de selección entorno a tres pilares fundamentales: “*Understanding, People y Value*” (Exor N.V., 2025). En primer lugar, invierte exclusivamente en aquellos negocios que entiende, considerando la comprensión profunda del negocio y del sector en el que opera la empresa como condición indispensable para cualquier decisión de entrada. Este principio conecta con concepto de círculo de competencia formulado por Warren Buffett, fundador de Berkshire Hathaway. En una carta a los accionistas, Buffett explicaba:

You don't have to be an expert on every company, or even many. You only have to be able to evaluate companies within your circle of competence. The size of that circle is not very important; knowing its boundaries, however, is vital. (Buffett, 1997)

En otras palabras, el inversor racional no necesita dominar todos los sectores, sino conocer los límites de aquellos que sí entiende. Exor aplica este principio con disciplina: si el equipo no comprende el negocio en profundidad, simplemente no invierte. En segundo lugar, el grupo atribuye una importancia central al capital humano. La calidad del equipo directivo y su alineación con los valores del grupo y de la familia Agnelli son determinantes para la creación de valor sostenido. Por último, Exor invierte en función del valor intrínseco de la empresa, más que de su precio de mercado, manteniéndose coherente con la visión a largo plazo que lo caracteriza como grupo. El caso de Fiat ilustra esta filosofía: en más de una ocasión, la casa automovilística estuvo al borde de la bancarrota, pero la familia se mantuvo siempre como principal accionista, apostando por una recuperación a largo plazo. Del mismo modo, cuando se alcanzó el acuerdo con el grupo americano Chrysler, que daría lugar a Fiat Chrysler Automobiles (FCA) en 2014, John Elkann sabía que no habría beneficios significativos durante al menos cinco años y, a pesar de ello, siguió adelante, guiado por una lógica estratégica de largo plazo (Bertoldi et al., 2011).

3.3.2. Sectores prioritarios y vehículos de inversión

En cuanto a los parámetros de selección, Exor no establece restricciones rígidas en términos de geografía, sector o periodo de permanencia. En su lugar, se centra en como cada inversión puede aportar al NAV del holding en su conjunto. Aun así, en los últimos años el grupo ha orientado su estrategia de crecimiento hacia tres sectores específicos: salud, tecnología y lujo (Exor N.V., 2025).

En el ámbito de la salud, el interés del grupo radica en las ineficiencias estructurales del sector, que Exor identifica como oportunidades de creación de valor. De hecho, Elkann ha explicado que uno de sus objetivos a veinticinco años es contribuir a la reducción de los costes de sanidad, idealmente mediante la integración de soluciones tecnológicas. Esta ambición conecta directamente con el interés creciente del holding por el sector tecnológico, históricamente poco representado en su cartera. Según declaraciones del propio Elkann, Exor habría invertido aproximadamente 1.000 millones de euros en tecnología en los cinco años anteriores a 2023 (O'Brien, 2023). Entre las inversiones más relevantes en este giro estratégico destaca la participación del 17,5% en Philips, multinacional holandesa que combina precisamente tecnología y salud (Exor N.V., 2025). Por último, el sector del lujo tiene una vinculación histórica con el holding. La experiencia acumulada durante décadas, principalmente a través de Ferrari, ha dotado a Exor de un profundo conocimiento sectorial. Esto explica la continuidad de sus inversiones en el ámbito del lujo, con participaciones como Louboutin y Shang Xia, así como el carácter prioritario de este sector en la estrategia del grupo.

3.3.3. Rol como accionista

Habiendo definido los criterios de selección, resulta igualmente interesante analizar el rol que adopta el holding una vez realizado una inversión. Exor suele posicionarse como accionista de control o como accionista minoritario significativo, con participaciones que oscilan entre el 15% y el 30%, tal y como puede observarse en la Tabla 1. Cabe destacar que esta tabla no refleja la totalidad del portafolio, sino únicamente las participaciones más relevantes para este análisis.

Tabla 1: Principales participaciones de Exor N.V.

Empresa	Sector	Part. económica (%) Derechos de voto (%)
	Automoción/Lujo	19,5% 32,1%
	Automoción	15,5% 24,0%
	Tecnología sanitaria	17,5% 17,8%
	Maquinaria agrícola e industrial	26,9% 45,3%
	Vehículos comerciales	27,1% 43,1%
	Deporte	65,4% 78,9%

Fuente: Elaboración propia a partir de Exor N.V. (2025)

Gracias a esta posición de influencia, Exor adopta un rol que el propio grupo define como de “*critical friend*”. Asume un papel activo en la gobernanza de sus participadas, aportando apoyo estratégico y al mismo tiempo ejerciendo una función de supervisión crítica y constructiva (Exor N.V., 2025). Para ello, el holding participa activamente en los consejos de administración de sus empresas, ya sea a través de directivos propios o contribuyendo a la configuración de órganos de gobierno sólidos e independientes. Además, como señala Axel Dumas, miembro del Consejo de Administración de Exor, el holding se diferencia de inversores puramente financieros al querer influir en sus empresas como propietario con compromiso a

largo plazo, y no simplemente como un proveedor de capital (Parrino, 2024). Sin embargo, este activísimo tiene límites deliberados: el grupo no se hace cargo de la gestión operativa de ninguna de sus empresas ni busca generar sinergias cruzadas entre ellas (Exor N.V., 2025). La gestión del día a día de cada participada recae en managers profesionales, a quienes Exor otorga autonomía de ejecución.

4. Análisis estratégico: cómo Exor crea valor en su cartera

En el capítulo anterior se ha explicado la estrategia de inversión de Exor y su rol como accionista activo. Sin embargo, describir los principios que guían la gestión del portfolio no equivale a ilustrar cómo se crea valor a partir de ellos. Este capítulo pretende abordar precisamente esta cuestión: de qué manera Exor crea valor sostenido en sus participadas y a través de qué mecanismos lo consigue.

El análisis se articula en torno a tres palancas fundamentales, que se hilan con las dimensiones teóricas desarrolladas en el Capítulo 2. En primer lugar, la selección de participadas, entendida como la capacidad del holding de reconocer oportunidades subestimadas por el mercado. En segundo lugar, la transformación del portfolio, que incluye intervenciones activas sobre las empresas del grupo: operaciones de M&A, spin-offs y procesos de reposicionamiento de los negocios. Finalmente, la gobernanza y el control familiar, dos elementos que han permitido a los Agnelli mantener la continuidad del grupo de generación en generación.

4.1. La selección como primera palanca de valor: PartnerRe y Philips

En Exor, la creación de valor se articula desde el principio en torno a una decisión estratégica clave: qué activos incorporar y en qué momento hacerlo. La identificación de oportunidades y el timing de entrada constituyen en sí mismos una palanca de valor y son una parte central de la estrategia del holding.

Como se ha explicado en el marco teórico, los holdings tienen una ventaja estructural frente a otros inversores y es que el capital paciente les permite actuar de forma anticíclica, invirtiendo en activos infravalorados durante momentos de *downturn* económico. Exor aplica esta lógica con especial convicción, entrando con posiciones significativas en épocas de gran incertidumbre. Los casos de la reaseguradora PartnerRe y de la empresa de tecnología sanitaria Philips ilustran claramente cómo esta estrategia se ha traducido en valor real para el grupo.

PartnerRe es una compañía de reaseguros cuyo negocio se basa en ayudar a las aseguradoras a reducir la volatilidad de sus ganancias y gestionar los riesgos. John Elkann anunció su adquisición en agosto de 2015, aunque la compra de la totalidad de las acciones se cerró algunos meses más tarde, por un total de 6.100 millones de dólares (Exor N.V., 2016).

Sin embargo, precisamente en esa época el sector estaba atravesando una etapa muy difícil. Según un artículo publicado en *Insurance Journal*, “A.M. Best: Reinsurance sector faces new reality...” (2015), el mercado de reaseguros estaba sufriendo una fuerte presión por baja demanda y exceso de capacidad, lo que había reducido los márgenes de rentabilidad de todo el sector. Incluso el propio Warren Buffett llegó a declarar públicamente que el negocio de los reaseguros había empeorado de forma estructural. A pesar de este contexto adverso, Exor identificó en PartnerRe una oportunidad muy clara: aunque el mercado estuviese penalizando el sector en conjunto, la compañía seguía manteniendo fundamentales sólidos y un balance fuerte. De hecho, el Informe Anual 2015 de PartnerRe registra unos beneficios operativos de 658 millones de dólares y un ROE del 10,7%, respaldados por un patrimonio neto de 6.901 millones (PartnerRe Ltd., 2016). El precio había caído por contagio sectorial, pero el valor intrínseco de la empresa seguía intacto, pese al entorno desafiante en el que se movía. Por lo que Exor aprovechó precisamente esta brecha entre valor intrínseco y precio de mercado, viendo una gran oportunidad donde otros hubiesen visto solo riesgo. El holding entró con convicción en la operación y esta apuesta fue indudablemente exitosa. Los números hablan por sí mismos: en 2022, PartnerRe fue vendida a otro grupo asegurador francés por 9.300 millones de dólares, generando 3.000 millones de retornos sobre la inversión inicial y demostrando los beneficios de centrarse en el valor y tener paciencia de esperar que se materialice (Exor N.V., 2023).

El caso Philips sigue un patrón muy parecido a este. La empresa de tecnología, adquirida por Exor en 2023, atravesó un escándalo importante en esos años debido a unas máquinas de ventilación CPAP, retiradas del mercado por riesgos de seguridad. Philips llegó a un acuerdo para compensar a los afectados por un mínimo de 479 millones de dólares, lo que, junto a la incertidumbre regulatoria relacionada a esta crisis, provocó una caída consistente en el precio de las acciones de la empresa (Maruf, 2023). Entonces, ¿por qué Exor decidió igualmente invertir en ella? En un comunicado oficial John Elkann explicó que decidió apostar por Philips porque estaba inmersa en un proceso de innovación que el mercado aún no había sabido apreciar, especialmente en dos áreas de gran interés para el holding: la sanidad y la tecnología (Exor N.V. y Philips, 2023). Con una posición claramente orientada a la permanencia, Exor adquirió el 15% de la compañía, convirtiéndose el mayor accionista

individual. El resultado a corto plazo fue llamativo, ya que, en el año siguiente a la entrada, las acciones de Philips subieron de casi un 50% (Yahoo Finance, 2025).

Tanto este caso como el caso PartnerRe comparten la misma estructura: una valoración deprimida por factores circunstanciales y una apuesta convencida de Exor por el valor subyacente. Pero lo que realmente diferencia al grupo de los Agnelli en este contexto es la tolerancia al riesgo en el corto plazo. Como se ha afirmado en varias ocasiones a lo largo de este trabajo, Exor puede beneficiarse del capital paciente típico de los holdings familiares. Esto le permite invertir cuando el precio está desacoplado del valor de la compañía y esperar a que esa brecha se cierre. Elkann y su equipo se dieron cuenta que tanto en PartnerRe como en Philips el núcleo del negocio seguía siendo sólido y competitivo y, siendo Exor un inversor estructuralmente estable, pudieron adquirir participaciones infravaloradas y esperar su normalización progresiva. En otras palabras, la gran palanca de valor de Exor reside en apostar en la resiliencia de un negocio a largo plazo, donde el mercado ve solo riesgos inasumibles en el corto plazo. Este análisis, sin embargo, presenta un límite importante: los resultados positivos de PartnerRe y Philips no prueban que la estrategia funcione en todos los casos, ya que la recuperación de una empresa depende de múltiples factores internos y externos. Aun así, estos ejemplos ilustran con claridad la lógica de la selección como primera palanca de creación de valor.

4.2. Transformación de las participadas: Ferrari, Stellantis y CNH-Iveco

Cuando Exor entra en una inversión, no se limita a observar pasivamente, sino que suele asumir un rol activo a nivel estratégico, impulsando transformaciones destinadas a aumentar el valor de sus participaciones a largo plazo. El caso Ferrari constituye un ejemplo especialmente representativo de este enfoque.

La casa italiana del *cavallino rampante*, joya de la corona de los Agnelli desde hace más de cincuenta años, durante la última década ha experimentado una profunda transformación que la ha llevado a pasar de ser una división industrial dentro de un grupo automovilístico a una auténtica marca de lujo. Para comprender esta transformación es necesario entender primero el papel histórico de Ferrari dentro del porfolio de Exor.

Gianni Agnelli adquirió Ferrari en 1969 y la marca entró rápidamente a formar parte del grupo Fiat. Gracias a la supervisión de la familia y de su equipo directivo, Ferrari pasó progresivamente de una situación cercana al *break-even* a una etapa de rentabilidad sostenida. Al mismo tiempo, se fue consolidando también su prestigio deportivo, especialmente entre 1999 y 2008, periodo en el que se coronó campeona en Fórmula 1 con pilotos como Michael Schumacher. Sin embargo, la primera década de los 2000 fue especialmente difícil para Fiat, que atravesó una crisis marcada por la caída de las ventas y una gran inestabilidad directiva. Para rescatar la situación, los Agnelli nombraron a Sergio Marchionne como nuevo consejero delegado de Fiat. Su estilo directo y su enfoque pragmático en los negocios resultaron decisivos para la recuperación del grupo. Marchionne no solo devolvió a Fiat a la senda de la rentabilidad, sino que también impulsó su expansión internacional. Bajo su dirección, en 2009 el grupo adquirió una parte de Chrysler, operación que culminaría cinco años más tarde con la fusión de ambas compañías en Fiat Chrysler Automobiles (FCA).

En este contexto, Marchionne comenzó a defender la idea de que Ferrari estaba infravalorada por cotizar dentro de FCA. El mercado tendía a valorarla como un fabricante de automóviles tradicional, aplicándole múltiplos de 3x-6x EBITDA, muy por debajo de los que corresponden a empresas de lujo, que pueden situarse entre 9x-12x. Esto se explica en parte por el descuento de conglomerado, ya que el mercado estaba penalizando a Ferrari por pertenecer a un conglomerado industrial más amplio y heterogéneo. Sin embargo, Marchionne sostenía una tesis estratégica distinta: Ferrari debía valorarse como una marca exclusiva, más cercana a las grandes firmas de lujo que a los productores de coches y por esta razón impulsó activamente su separación de FCA. Elkann declaró públicamente que este spin-off permitiría liberar el valor oculto de Ferrari (Mangano, 2014) y la evolución posterior del mercado pareció confirmar esta tesis. A finales de 2017, la capitalización de Ferrari había llegado a 20.000 millones de euros, vendiendo tan solo 8.400 coches. En contraste, FCA, con unas ventas de 4,4 millones de automóviles, presentaba una valoración de alrededor de 27.000 millones (Turconi, 2019). Estos números ilustran cómo, al separarse de FCA, Ferrari dejó de ser percibida como una fabricante de coches más y pasó a cotizar con múltiplos propios del sector del lujo.

El caso CNH Industrial y Iveco Group tiene unos matices muy parecidos al de Ferrari y representa otro ejemplo muy interesante de spin-off dentro del universo Exor. Antes de la operación, CNH Industrial era un único gran conglomerado industrial que fabricaba maquinarias y vehículos de todo tipo. Sin embargo, este negocio estaba mezclando dos áreas muy diferentes: por un lado, los vehículos *on-highway* destinados al transporte por carretera y, por otro, la maquinaria *off-highway* agrícola y de construcción. Estas actividades tienen modelos de negocio y tecnologías muy distintas, por lo que agruparlas bajo el mismo techo dificultaba la valoración por parte de los inversores y podía traducirse, como en el caso de Ferrari, en un descuento de conglomerado. Por esta razón en septiembre de 2019 Exor anunció el plan estratégico “*Transform 2 Win*” que proponía separar los activos en dos empresas independientes, cada una centrada en su propio ámbito industrial. Elkann respaldó firmemente esta escisión, explicando que permitiría poner en valor el potencial de ambas actividades (Exor N.V., 2019). La operación se completó finalmente en 2022. Tras la separación, CNH se consolidó como un *pure player* de maquinaria agrícola y construcción, mientras que la nueva compañía Iveco Group pasó a centrarse en camiones, autobuses y otros vehículos de carretera. El spin-off permitió a ambas empresas desarrollar estrategias más especializadas y capitalizar de forma clara su posición competitiva en los respectivos mercados (Exor N.V., 2021).

En conjunto, los casos de Ferrari y CNH Industrial-Iveco demuestran una misma lógica de creación de valor. Exor reorganizó su porfolio para desbloquear el valor que la estructura existente estaba comprimiendo. El holding entendió que el valor no depende solo del negocio, sino de cómo está organizado, y que identificar la estructura óptima puede convertirse en una palanca clave para liberar todo su potencial.

Finalmente, para cerrar este bloque centrado en las transformaciones de la cartera de Exor, es oportuno mencionar Stellantis, el grupo automovilístico nacido de la fusión entre FCA y el grupo francés PSA. En este caso no se trata de un spin-off, sino de una operación de M&A, por lo que la dinámica es sustancialmente distinta. Mientras que con Ferrari y CNH el holding había optado por separar activos para liberar valor, con Stellantis la lógica fue exactamente la opuesta: ganar escala y alcance integrando dos grupos complementarios. De hecho, ambas empresas presentaban una fuerte complementariedad a nivel geográfico. PSA operaba

principalmente en Europa, con marcas como Peugeot, Citroën y Opel, mientras que FCA contaba con una posición más sólida en América, con Jeep, Ram y Chrysler, entre otras. La fusión permitió equilibrar la cobertura geográfica del nuevo grupo y ampliar de manera significativa su cartera de marcas. Más allá de la geografía, la operación buscaba también responder a los nuevos retos de la industria, especialmente a la electrificación de vehículos. Desarrollar coches eléctricos conlleva costes de I+D muy elevados, por lo que la integración permitiría compartir tecnologías y repartir estos costes entre un volumen de producción más grande, generando economía de escala. Como resultado se preveía que Stellantis se situara como el cuarto mayor fabricante mundial por volumen y el tercero por ingresos (Stellantis, 2019). Tras la operación, Exor quedó como principal accionista del nuevo grupo, con una participación del 14,4% (Exor N.V., 2023), inferior a su participación previa en FCA, donde detenía el 28,66% (FCA, 2020). Sin embargo, esta dilución responde a una decisión estratégica consciente, a través de la que los Agnelli sacrificaron parte de su peso accionarial a cambio de integrarse en un grupo con mayor escala y competitividad.

Este caso es especialmente interesante porque se trata de una fusión de gran escala que generó un imperio enorme dentro de la industria del automóvil. Aun así, hay que tener atención, ya que la evolución de Stellantis en los últimos años no ha sido muy favorable. A partir de 2024, la empresa entró en una fase de fuerte deterioro, con ingresos netos que cayeron un 17% respecto al año anterior y un beneficio que se redujo en un 70% (Stellantis, 2025). A estos números se suma un fuerte desplome en su cotización bursátil, derivado del incumplimiento de las proyecciones financieras previstas. El ejemplo de Stellantis aporta, por tanto, un matiz importante: que la lógica estratégica de una operación sea sólida no siempre garantiza su éxito, ya que los resultados finales dependen también de factores externos que se escapan al control del holding.

En conclusión, los tres casos analizados ilustran con claridad el papel activo que desempeña Exor en la transformación de su porfolio. En general, el holding identifica empresas industriales con ventajas competitivas subyacentes claras pero infrautilizadas. Para desbloquear este potencial, impulsa reconfiguraciones estructurales, incluyendo spin-offs cuando la estructura comprime valor o M&A cuando se necesita escala. Estas transformaciones se

ejecutan desde una perspectiva largoplacista, aunque Exor no renuncia a rotar sus participaciones cuando el mercado reconoce el valor generado, tal y como sucedió con PartnerRe.

4.3. Más allá de la inversión: la capacidad de reinventarse sin perder el control

Pocas empresas familiares logran sobrevivir más de dos generaciones y la literatura académica es bastante contundente al respecto, advirtiendo que mortalidad empresarial más común de lo que se piensa (Poza y Daugherty, 2013). En este contexto, que Exor haya sobrevivido cinco generaciones y más de un siglo de historia no se puede considerar una casualidad. Es el resultado de una cuidadosa selección de inversiones y de las estrategias de reconfiguración que hemos analizado en los apartados anteriores. Pero también existe otra razón estructural detrás del éxito del holding: su capacidad de mantener alineados los tres sistemas descritos en el Capítulo 2, es decir familia, propiedad y empresa. Cuando estos sistemas apuntan en la misma dirección, la estrategia del grupo queda volcada hacia un único objetivo, que es preservar el patrimonio familiar.

Lo que distingue a los Agnelli de la mayoría de las dinastías empresariales es que han sabido mantener la alineación de los tres sistemas sin perpetuar un modelo único de gestión. La familia no ha seguido la línea sucesoria directa de padres a hijos. Al contrario, el liderazgo del holding ha saltado en varias ocasiones a otras ramas del árbol genealógico. Giovanni Agnelli fundó el imperio empresarial, Gianni lo transformó en símbolo del capitalismo industrial italiano y John Elkann, bisnieto del fundador pero no hijo directo de Gianni, recondujo todo bajo Exor, apostando por la diversificación y la internacionalización de las participadas. Cada relevo ha supuesto una ruptura con el modelo anterior, dictada por el potencial de quien asumía el liderazgo y no por su proximidad sanguínea. Esta dinámica ha permitido renovar el liderazgo en cada generación, introduciendo innovaciones y cambios, pero manteniendo siempre el control dentro de los límites familiares.

En la práctica, este control se traduce en cifras concretas. La familia posee el 85.27% de los derechos de voto de Exor y aproximadamente el 56.94% del capital (Exor N.V., 2025). A pesar de las transformaciones del grupo, esta posición se ha medianamente conservado,

permitiendo a los Agnelli actuar con cierta autonomía a la hora de gestionar sus participadas, incluso en los momentos más críticos del holding. Un ejemplo emblemático es la crisis de Fiat, mencionada con anterioridad al analizar el caso Ferrari. Según Davis et al. (2012), en 2004, Fiat estaba al borde de la quiebra y los bancos amenazaban con tomar el control del grupo. John Elkann acababa de perder a su tío Umberto y recaía sobre él la responsabilidad de liderar la recuperación del grupo en un contexto especialmente adverso.

En este escenario, Giuseppe Morchio, entonces CEO de Fiat, empezó a presionar para asumir también la presidencia de la compañía, aprovechando el vacío dejado por la muerte Umberto y la inestabilidad por la que estaba pasando la familia. Sin embargo, la propuesta implicaba una violación de uno de los principios de gobierno corporativo históricamente defendidos por los Agnelli: la separación entre el presidente, que representa a los accionistas y supervisa la gestión en nombre de la familia, y el CEO, encargado de dirigir las operaciones. Concentrar ambos cargos habría eliminado un mecanismo de control familiar clave dentro del consejo Fiat. Ante esta situación, Elkann y su familia rechazaron la propuesta y mantuvieron la separación de los roles, lo que llevó a la dimisión de Morchio. Fue precisamente esa capacidad de decisión preservada gracias a la concentración de control familiar, la que permitió a Elkann nombrar a Sergio Marchionne como nuevo CEO de Fiat, desencadenando así el proceso de recuperación del grupo automovilístico. Sin ese control, la decisión habría recaído en los bancos, cuya prioridad no era la continuidad del grupo, sino la recuperación de la deuda

El episodio de 2004 es ilustrativo, pero el argumento trasciende el caso concreto. Sin concentración de control, habría sido mucho más complejo mantener coherencia estratégica. Decisiones como entrar en PartnerRe cuando otros no veían valor o sostener la transformación de Ferrari a marca de lujo habrían sido difíciles de llevar a cabo bajo estructuras más fragmentadas. En definitiva, la arquitectura de gobierno de los Agnelli actúa como una palanca activa de creación de valor, ya que ha permitido mantener el control dentro de la familia, pero renovando el liderazgo cuando necesario.

5. Análisis financiero

En este último capítulo se busca medir los resultados financieros del portafolio de Exor a través de un análisis cuantitativo. Esta validación empírica permite entender en qué medida las palancas de creación de valor identificadas anteriormente se han traducido en resultados financieros, analizando la evolución del NAV y la rentabilidad del holding.

5.1. Evolución del NAV

Una de las métricas centrales que se toma como referencia para este análisis es el NAV (Net Asset Value), que representa el valor intrínseco del holding y se define cómo la diferencia entre el valor de sus activos y sus pasivos. Esta medida permite evaluar si Exor está verdaderamente generando valor, independientemente de cómo cotice la acción en el mercado.

Tomando como referencia los datos financieros del Informe de Kepler Cheuvreux (2025), el NAV por acción (NAV/share) creció de 71,14 euros en 2017 a 178,78 euros en 2024, lo que representa un crecimiento acumulado del 151% en siete años. Sin embargo, este crecimiento no ha sido lineal, sino que han habido fases de expansión más intensas, relacionadas a revalorizaciones de activos dentro del portafolio. Por ejemplo, entre 2021 y 2023, el NAV/share aumentó en casi 43%, mientras que ejercicios anteriores muestran una progresión más gradual, aunque siempre positiva.

En conjunto, la evolución creciente del NAV/share indica que Exor está creando valor de forma sostenida, generando rentabilidades a largo plazo. Este patrón suele ser una señal de una cartera bien gestionada, capaz de incrementar el valor de sus activos y, consecuentemente, de generar beneficio para sus inversores. Sin embargo, el mercado parece no reconocer del todo este valor: el análisis de Kepler destaca un descuento sobre el Net Asset Value del 53% en septiembre 2025, muy superior a la media histórica del 33% de los últimos diez años. Esto significa que un inversor que adquiere una acción de Exor en bolsa, la compra a un precio que representa aproximadamente la mitad del valor teórico de sus activos. Rommens et al. (2004) identifican varias explicaciones al descuento estructural en holdings, entre las que destacan la iliquidez de ciertos activos no cotizados, posibles ineficiencias de mercado, costes operativos

del propio holding y la existencia de beneficios privados de control, especialmente en estructuras familiares o de propiedad concentrada. En el caso específico de Exor, resulta especialmente relevante que el descuento se haya ido ampliando de manera gradual en los últimos años, precisamente cuando el NAV ha crecido con más fuerza. Esta tensión entre valoración de mercado y valor intrínseco es muy interesante de analizar, ya que parte del valor de los activos del holding no se está trasladando a su precio en bolsa.

5.2. Evolución de la cotización e hitos corporativos

A pesar de la ampliación del descuento, los accionistas de Exor han obtenido una rentabilidad positiva a lo largo del periodo estudiado. De hecho, entre 2009 y 2024, la inversión inicial se ha multiplicado aproximadamente por 6,5 veces. Para llegar a esta conclusión se ha analizado la evolución del precio de cotización de la acción a partir de los datos diarios de Bloomberg. La serie utiliza los datos de Exor cuando cotizaba en el mercado italiano (hasta septiembre 2022) y los del mercado holandés a partir de entonces, tras la redomiciliación del holding en Ámsterdam.

Estudiando esta evolución con más detalle, se puede observar cómo los principales hitos corporativos analizados en el Capítulo 4 coinciden con movimientos significativos en la cotización. Por ejemplo, en 2015, año de la adquisición de PartnerRe, el precio creció un 24%. Sin embargo, el año siguiente, cuando se llevó a cabo la separación de Ferrari de FCA, la cotización se mantuvo relativamente estable, lo que sugiere que los inversores tardaron más tiempo en reconocer el valor de esta operación.

En contraste, cuando se anunció el plan de spin-off de Iveco y CNH Industrial en 2019, la cotización registró su mayor subida anual, con un incremento del 46%, reflejando una respuesta claramente positiva del mercado. Posteriormente, en 2021, año de creación de Stellantis, el precio registró un crecimiento adicional del 19%. Cabe destacar que, en estos últimos dos hitos, el análisis de retornos diarios muestra que una parte significativa de la revalorización se verificó antes del anuncio o cierre formal de las operaciones, no después. En el caso de CNH-Iveco, el precio creció casi un 15% en los seis meses previos al anuncio de la estrategia de spin-off, mientras que en el caso de Stellantis el incremento fue el doble, aproximadamente un 30%. Esto es muy interesante porque sugiere que en ambos casos la

lógica estratégica de las operaciones era tan clara que el mercado anticipó su valor, incluso antes de su materialización formal.

En conjunto, todos estos resultados muestran que las estrategias de transformación activa del portfolio han contribuido a la creación de valor no solo desde un punto de vista estratégico, sino también en términos de rentabilidad financiera. No obstante, a lo largo de los años también se observan algunos momentos puntuales de rentabilidad negativa, que suelen coincidir con épocas de alta volatilidad global. En 2011, por ejemplo, la cotización cayó un 37% y en 2022 se registró una caída de un 13,5%. A pesar de estos episodios, Exor presenta un modelo resiliente, ya que los periodos negativos son puntuales y el holding ha sido capaz de recuperar posiciones con rapidez, reflejando su orientación hacia la creación de valor a largo plazo.

5.3. Comparación con el mercado: Exor frente al MSCI World

Para completar el capítulo de análisis financiero, resulta especialmente relevante analizar la evolución del holding en comparación con el mercado global. Para ello se toma como referencia el MSCI World Index, un índice bursátil internacional de renta variable que agrupa empresas de grandes y media capitalización en 23 países desarrollados. Exor utiliza este índice para evaluar su rentabilidad relativa, tal y como se ilustra en la Tabla 2.

Tabla 2: Rentabilidad del NAV por acción de Exor frente al MSCI World Index

Variación porcentual anual				
Año	1 - NAV por acción de Exor en EUR	2 - MSCI World Index en EUR	Resultado relativo (1-2)	
2009	87,1	37,8	43,9	
2010	44,2	17,2	27,0	
2011	(23,8)	(4,5)	(19,3)	
2012	19,3	11,4	7,9	
2013	15,8	18,7	(2,9)	
2014	14,5	17,2	(2,7)	
2015	20,8	8,3	12,5	
2016	13,2	8,5	4,7	
2017	37,9	5,5	32,4	
2018	(9,5)	(5,9)	(3,6)	
2019	37,1	27,5	9,6	
2020	3,5	4,6	(1,1)	
2021	29,7	29,3	0,4	
2022	(7,6)	(14,2)	6,6	
2023	32,7	17,6	15,1	
2024	9,0	24,8	(15,8)	
Tasa anual compuesta	18,0	12,0	6,0	

Nota: los datos de 2009 comienzan el 1 de marzo

Fuente: Elaboración propia a partir de Exor N.V. (2025)

Esta tabla, que compara la variación porcentual anual del NAV por acción de Exor con la de MSCI World, pone de manifiesto, en primer lugar, la elevada volatilidad del holding. Hay años en los que Exor supera ampliamente el índice, como 2009 o 2017, y otros de fuerte *underperformance*, como 2024, cuando el holding quedó 15,8 puntos porcentuales por debajo del MSCI World. Como se mencionó en el capítulo anterior, el fuerte deterioro de Stellantis ese mismo año ha inevitablemente perjudicado todo el grupo y puede identificarse como uno de los factores que explican esta caída relativa. En cualquier caso, la volatilidad del modelo resulta coherente con la naturaleza de Exor como holding concentrado: estar expuesto a un número limitado de participadas implica más riesgo, pero también mayores retornos a largo plazo cuando dichas inversiones evolucionan de forma favorable. En este sentido, el análisis muestra que, tras periodos de caída, Exor tiende a recuperar posiciones rápidamente. Un ejemplo claro se observa entre 2022 y 2023, cuando el crecimiento del NAV pasó del -7,6% al 32,7%

Sin embargo, el dato central de esta comparativa es la rentabilidad compuesta a largo plazo. El NAV por acción de Exor presenta una tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) del 18%, frente al 12% del MSCI World. Este diferencial de 6 puntos porcentuales anuales, sostenido durante quince años, sugiere que Exor ha conseguido generar valor más valor en el largo plazo que el mercado global, una conclusión coherente con la tesis de este trabajo.

En conclusión, este capítulo ha analizado el desempeño financiero de Exor desde tres perspectivas complementarias: la evolución del NAV como medida del valor intrínseco del holding, la evolución del precio de cotización para evaluar la rentabilidad para los accionistas, y la comparación con el MSCI World Index como referencia del comportamiento del mercado global. Los resultados muestran que, a pesar del descuento creciente sobre el NAV, los accionistas han obtenido rentabilidad positiva y el holding ha superado al MSCI World Index, registrando un crecimiento anual compuesto del 18% en los últimos quince años (2009-2024). Estos resultados no deben interpretarse de manera aislada, sino como la materialización de las decisiones estratégicas que se han ido analizando en el Capítulo 4. En este sentido, la capacidad de Exor de generar rentabilidad para sus accionistas está estrechamente vinculada a la gestión activa de sus participadas. Sin embargo, el valor se materializa de manera progresiva en el largo plazo, mientras que en el corto plazo el modelo se caracteriza por ser volátil. En definitiva, los datos analizados permiten concluir que Exor ha generado valor de forma sostenida a lo largo del periodo analizado, lo que respalda la tesis central de este trabajo.

6. Conclusiones

Como se expone en la introducción, el objetivo de este trabajo es identificar las principales palancas de creación de valor de Exor y entender si estas, además de traducirse en rentabilidad para sus accionistas, contribuyen a explicar la longevidad que caracteriza este holding familiar.

Para responder a esta pregunta, se ha estructurado el análisis en varias partes. En primer lugar, se ha explicado qué significa generar valor y qué matices adquiere este concepto en los holdings familiares. Sucesivamente, se han repasado los momentos más importantes evolución histórica del grupo y los rasgos que lo caracterizan, como sus principios de inversión o su estructura organizativa. Tras esta contextualización, se ha procedido a identificar las palancas concretas de creación de valor, y estos hallazgos se han validado empíricamente mediante un análisis financiero.

Este trabajo ha permitido identificar tres palancas fundamentales de creación de valor en Exor. La primera es la selección de inversiones en momentos de infravaloración: los casos de PartnerRe y Philips ilustran la capacidad de Exor de identificar oportunidades donde el mercado ve únicamente riesgo. El holding puede aprovechar su condición de inversor paciente para entrar en una inversión cuando los precios están deprimidos y esperar su normalización. La segunda palanca es la transformación activa del portafolio: las operaciones de spin-off que se han analizado en el Capítulo 4, así como la fusión que dio lugar a Stellantis son demostración de que Exor no se limita a ser inversor pasivo, sino que interviene activamente para desbloquear el valor oculto de sus participadas. Finalmente, la tercera palanca es la gobernanza familiar: la concentración del control en manos de los Agnelli, combinada con la renovación del estilo de liderazgo en cada generación y la separación de entre propiedad y gestión, han permitido a la familia conservar el poder y mantener coherencia estratégica durante más de un siglo. Estas palancas se aplican sobre un portafolio deliberadamente diversificado, en el que Exor, como empresa matriz, aporta capacidades distintivas que justifican su presencia en sectores tan distintos entre sí.

Los datos del análisis financiero confirman la eficacia de estas estrategias. Entre 2009 y 2024, el holding generó un retorno 6,6 veces el capital inicial y tuvo un crecimiento anual compuesto del NAV del 18%, frente al 12% del MSCI World. Todo esto demuestra una creación de valor sostenida y superior al mercado global.


7. Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

Por la presente, yo, Lucía Guidi Santana, estudiante del Grado en Administración y Dirección de Empresas (E2- Inglés) en la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Creación de valor en la gestión de un holding familiar. El exitoso caso de Exor y la familia", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
4. **Metodólogo:** Para descubrir métodos aplicables a problemas específicos de investigación.
5. **Corrector de estilo literario y de lenguaje:** Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
6. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
7. **Revisor:** Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 08/05/2026

Firma: 

8. Bibliografía

A.M. Best: Reinsurance sector faces new reality shaped by abundant capacity. (2015, 3 de septiembre). *Insurance Journal*.

<https://www.insurancejournal.com/news/international/2015/09/03/380671.htm>

Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 39–65. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(94\)00798-6](https://doi.org/10.1016/0304-405x(94)00798-6)

Bertoldi, B., Quaglia, R., & Delmastro, R. (2011). Key strategic decisions that govern trans-generational family business continuity: The case of Exor-Fiat. *International Journal of Management Cases*, 13(1), 89–100.

Buffett, W. (1997). *Letter to Berkshire Hathaway shareholders*. Berkshire Hathaway Inc.

<https://www.berkshirehathaway.com/letters/1996.html>

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons.

Cusatis, P. J., Miles, J. A., & Woolridge, J. R. (1993). Restructuring through spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 33(3), 293–311. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(93\)90009-z](https://doi.org/10.1016/0304-405x(93)90009-z)

Davis, J. A., Bertoldi, B., & Quaglia, R. (2012). *The Agnellis and Fiat: Family Business Governance in a Crisis (A)* (Caso 9-812-128). Harvard Business School.

European Commission. (2025). *Family businesses in Europe*. Brussels: European Commission.

Exor N.V. (2025). *Annual report 2024*. Exor N.V.

Exor N.V. (2023). *Annual Report 2023*. Exor N.V.

Exor N.V. (2022, 12 de julio). *Exor completes sale of PartnerRe to Covéa – total cash consideration \$9.3 billion*. <https://exor.com/press-releases/2022-07-12/exor-completes-sale-partnerre-covea-total-cash-consideration-93-billion>

Exor N.V. (2016, 18 de marzo). *Exor announces the completion of the acquisition of PartnerRe*. <https://www.exor.com/press-releases/2016-03-18/exor-announces-completion-acquisition-partnerre>

Exor N.V. & Philips. (2023, 14 de agosto). *Exor becomes a long-term investor in Philips supporting the company's strategy*. [https://www.exor.com/sites/default/files/press-releases/2023-08/Exor becomes a long-term investor in Philips supporting the company%23s strategy.pdf](https://www.exor.com/sites/default/files/press-releases/2023-08/Exor%20becomes%20a%20long-term%20investor%20in%20Philips%20supporting%20the%20company's%20strategy.pdf)

Exor N.V. (2019, 3 de septiembre). *EXOR supports new CNH Industrial Business Plan including spin-off to create two world-leaders in 'On-Highway' and 'Off-Highway' capital goods*. https://www.exor.com/sites/default/files/press-releases/2019-09/PR_EXOR supports new CNH Industrial Business Plan.pdf

Exor N.V. (2021, 11 de noviembre). *Exor supports the long-term development of both Iveco and CNH Industrial*. <https://www.exor.com/press-releases/2021-11-11/exor-supports-long-term-development-both-iveco-and-cnh-industrial>

FCA. (2020). *Annual Report 2019*. Fiat Chrysler Automobiles N.V.

Goold, M., & Campbell, A. (1987). *Strategies and Styles: The Role of the Centre in Managing Diversified Corporations*. Blackwell Publishing.

Grant, R. M. (2008). *Contemporary Strategy Analysis* (6th ed.). Blackwell Publishing.

Hernández, J., & Castillo, A. (2021). La creación de valor: Un enfoque actual de la gestión empresarial. *Ad-Gnosis*, 10(10), 151–168. <https://doi.org/10.21803/adgnosis.10.10.476>

James, H. S. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6(1), 41–55. <https://doi.org/10.1080/13571519984304>

Junni, P., & Teerikangas, S. (2019). Mergers and Acquisitions. *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190224851.013.15>

Kepler Cheuvreux. (2025). *EXOR: H1 2025: Stable despite volatile half year*

Mangano, M. (2014, 30 de octubre). Elkann: separazione Ferrari nuovo passo in avanti. *Il Sole 24 Ore*. <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-10-30/elkann-separazione-ferrari-nuovo-passo-avanti-063746.shtml?uuid=AB40oI8B>

McKinsey & Company. (2023). *The secrets of outperforming family-owned businesses: How they create value*. McKinsey Quarterly.

Maruf, R. (2023, 8 de septiembre). CPAP maker Philips agrees to pay at least \$479 million to users over recalled devices. *CNN*. <https://edition.cnn.com/2023/09/08/business/philips-cpap-recall-settlement>

O'Brien, A. (2023, 2 de octubre). Agnelli's John Elkann: Why one of Italy's wealthiest families is betting big on Italian tech. *Sifted*. <https://sifted.eu/articles/agnelli-john-elkann-exor-italy-tech-investment>

Parrino, B. (2024, 22 de diciembre). EXCLUSIVE STORY: In the secret world of John Elkann. *Le Point*. https://www.lepoint.fr/economie/stellantis-ferrari-juventus-inheritance-in-the-secret-world-of-john-elkann-22-12-2024-2578518_28.php

PartnerRe Ltd. (2016). *Annual report 2015 (Form 10-K)*. U.S. Securities and Exchange Commission.

Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Free Press.

Poza, E. J. (2009). *Family business* (2nd ed.). South-Western Cengage Learning.

Poza, E. J., & Daugherty, M. S. (2013). *Family business* (4th ed.). South-Western Cengage Learning.

Rommens, A., Deloof, M., & Jegers, M. (2004). *Why do holding companies in pyramidal groups trade at a discount?* (Working Paper No. 2004007). University of Antwerp, Faculty of Business and Economics.

Salas Suarez, A., Cervera Oliver, M., Strzelecki Sinopoli, M. A., & Godoy Caballero, A. L. (2023). *Empresa y diseño de modelos de negocio 2 (LOMLOE)*. Ediciones Paraninfo.

Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. Sage Publications.

Stellantis. (2019, 31 de octubre). *Groupe PSA and FCA plan to join forces to build a world leader for a new era in sustainable mobility*. <https://www.stellantis.com/en/news/press->

[releases/2019/october/groupe-psa-and-fca-plan-to-join-forces-to-build-a-world-leader-for-a-new-era-in-sustainable-mobility](#)

Stellantis. (2025). *Full year 2024 results*. Stellantis.

Toninato, F., & Tàpies, J. (2005). *The Agnellis and the Fiat Group: The Story of a Family Empire (A)* (Caso DG-1475-E). IESE Business School.

Turconi, S. (2019). *Ferrari: Strategy in transition* (Case No. CS-18-026). London Business School Case Centre.

Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2009). Value creation through spin-offs: A review of the empirical evidence. *International Journal of Management Reviews*, 11(4), 407–420.

<https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2008.00243.x>

Yahoo Finance. (2025, 19 de marzo). Exor lifts stake in Philips to 18.7%, SEC filing shows.

Yahoo Finance. <https://finance.yahoo.com/news/exor-increased-stake-philips-18-093340663.html>

Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (6th ed.). Sage Publications.