



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

EL PAPEL DE LAS EMPRESAS FAMILIARES EN LAS ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN EN VALOR

Autor: Jorge Galán Gimeno
Director: Susana Carabias López

Índice

Resumen	4
Abstract	4
1. Introducción	5
1.1. Objetivos	5
1.2. Motivación	5
1.3. Metodología	6
2. La empresa familiar como posible inversión	7
2.1. Concepto de empresa familiar	7
2.2. Características y estrategias en común	9
2.3. Empresas familiares que cotizan en Bolsa	12
2.3.1. Razones para cotizar en Bolsa	12
2.3.2. Rentabilidad de las empresas familiares que cotizan en Bolsa	15
2.3.3. Principales riesgos de las empresas familiares	19
3. Características de los inversores en valor	22
3.1. Principios fundamentales de la inversión en valor	22
3.1.1. Proyecciones a largo plazo de las cuentas anuales	24
3.1.2. Estudio de la calidad de la dirección de una empresa	25
3.1.3. Análisis de la fortaleza financiera y estructura de capital	25
3.1.4. Análisis de la política de dividendos y de acciones	26
3.2. La inversión en valor en España	27
3.3. Rentabilidades pasadas	30
3.3.1. Rentabilidades obtenidas por Warren Buffet	32
3.3.2. Superinversores de Graham-and-Doddsville	32
3.3.3. Joel Greenblatt y la fórmula mágica	33
3.3.4. Rentabilidades obtenidas por Bestinvest	34
4. Selección de empresas familiares por parte de los inversores en valor	36
4.1. Razones para elegir una empresa familiar	36
4.2. Factores diferenciales entre las empresas familiares para su selección como inversión	39
4.2.1. Tamaño de las empresas medido por la capitalización bursátil	39
4.2.2. Influencia del número de generaciones	41
4.2.3. Distribución del capital	44
5. Conclusión	47
BIBLIOGRAFÍA	49
ANEXO	56

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Evolución del Índice Solactive Global Family Owned Companies Total Return.....	16
Gráfico 2: Rendimiento a Largo Plazo de Negocios Familiares	17
Gráfico 3: Comparación Índices Bursátiles	18
Gráfico 4: Rentabilidad - Riesgo Media 2001-2010	20
Gráfico 5: Distribución Activos bajo gestión Bestinvest	28
Gráfico 6: Rentabilidad por estrategias	31
Gráfico 7: Comparativa Acciones Berkshire Hathaway Clase A vs S&P500	32
Gráfico 8: Comparativa Bestinvest vs Índice de referencia	34
Gráfico 9: Rentabilidad Histórica por capitalización bursátil	39
Gráfico 10: Rentabilidad - Riesgo por tamaño	40
Gráfico 11: Rentabilidad - Riesgo por presencia de fundador	42
Gráfico 12: Rentabilidad - Riesgo por distribución del accionariado	45

Índice de Tablas

Tabla 1: Superinversores de Graham-and-Doddsville	33
---	----

Resumen

El objetivo del trabajo es averiguar porqué las empresas familiares tienen tanta relevancia en las carteras de fondos de los inversores en valor. La importancia de las empresas familiares, con su gran peso en la sociedad y el auge que está experimentando la inversión en valor en la actualidad nos lleva a analizar el papel que tienen este tipo de empresas en esta filosofía de inversión. Para ello, se ha realizado un estudio de las principales características que poseen tanto las empresas familiares como estos inversores y las rentabilidades que generan para corroborar la validez de la inversión en valor, o *value investing*. El trabajo concluye que estas empresas juegan un papel fundamental para estos gestores, los cuales han sido capaces de batir al mercado a lo largo de la historia.

Palabras clave: empresas familiares, inversión en valor, rentabilidad, riesgo, prudencia, valor intrínseco, problemas de agencia.

Abstract

The goal of this paper is to identify why family businesses are of such relevance in value investor's portfolios. The importance of family businesses and its weigh in society, along with the rising that value investing is experimenting nowadays, drives us to analyze the role that this type of companies play in this investment philosophy. To this end, it is necessary to study the main characteristics that family businesses and these investors have, as well as the returns they have generated to support the legitimacy of the value investing philosophy. This paper concludes that these companies play a fundamental role to these asset managers, which have been able to beat the market throughout history.

Key words: family businesses, value investing, returns, risk, prudence, intrinsic value, agency problems.

1. Introducción

1.1. Objetivos

El principal objetivo de este trabajo es analizar por qué los inversores en valor dan preferencia a las empresas familiares sobre las no familiares a la hora de elaborar sus carteras de fondos de inversión. Para ello, se realizará un estudio para comprobar si estas empresas han sido más rentables que las no familiares, y qué aspectos permiten a unas empresas familiares ser más rentables que otras.

De esta manera, se pretende entender por qué este tipo de inversores suelen considerar que una empresa sea familiar como un aspecto fundamental a la hora de incorporar una acción a sus carteras y si esto ha permitido a los inversores en valor lograr mayores retornos que el mercado.

1.2. Motivación

El motivo principal que me ha llevado a elegir este tema como Trabajo de Fin de Grado es la capacidad que han tenido estos inversores de lograr mayores rentabilidades que las del mercado con principios tan sencillos sobre el papel como el sentido común y la paciencia, pero tan complicados de encontrar en los mercados financieros.

A lo largo de la historia siempre se ha dudado de las aptitudes de estos inversores en épocas de gran crecimiento previas a estadios de burbujas, tanto la tecnológica como financiera. De esta manera, fueron capaces de mantener el raciocinio de no invertir en estos activos de moda, como fueron las tecnológicas o las constructoras en el último siglo, a pesar de las grandes rentabilidades que ofrecían, pues sabían que tarde o temprano estallarían y se perdería el total de la inversión.

Así, esta autoconfianza y sensatez me llevaron a investigar cada paso que llevan a cabo para los análisis cuantitativo y cualitativo.

Si bien muchos otros analistas que hacen uso de diferentes filosofías de inversión recurren a los mismos ratios o valoraciones por descuentos de flujos de caja, llegué a la conclusión de que lo que diferenciaba a estos inversores del resto era el análisis cualitativo. De esta forma, fui capaz de comprender que mientras que muchos inversores no suelen tener tan en cuenta el accionariado, los inversores en valor lo consideraban un aspecto fundamental, para ser capaces de eliminar los problemas de agencia.

1.3. Metodología

Para la consecución de estos objetivos se realizará una comparación, en primer lugar, en términos de rentabilidad entre empresas familiares y no familiares medidas por la rentabilidad bursátil de diferentes índices y el ROE. Además, se analizarán los diferentes niveles de riesgos tanto cuantitativos, que serán explicados a través de la beta haciendo referencia al riesgo sistemático de mercado, como cualitativos.

Adicionalmente, se llevará a cabo un estudio empírico de los principales inversores en valor a nivel nacional e internacional, enfocándonos en los principios sobre los que han basado su gestión y las rentabilidades que estos han obtenido a lo largo de su historia para los fondos que han gestionado en términos relativos comparadas con los mercados o índices de referencia.

Con este marco teórico, se explicarán las razones por las que estos inversores eligen las empresas familiares como inversión financiera y dos casos prácticos: uno de éxito otro de fracaso. Estos estarán basados en una conversación telefónica con un miembro del equipo de Cobas Asset Management.

Por último, se identificarán los principales factores que explican los diferenciales de rentabilidad entre hacen a las empresas familiares atractivas para este tipo de inversores en términos de tamaño, generación y accionariado.

2. La empresa familiar como posible inversión

2.1. Concepto de empresa familiar

Existen multitud de definiciones para la empresa familiar, por tanto, se carece de una definición universal y completamente válida. Sin embargo, son muchos los autores que han citado aproximaciones para lo que ellos entienden como tal.

En base al número de criterios o dimensiones utilizados se pueden distinguir entre unidimensionales y multidimensionales (Schumacher, 2015).

Unidimensionales

- Basada en la propiedad:

“La empresa familiar es aquella que se desarrolla en la familia nuclear o familia extendida; con lazos consanguíneos o matrimoniales entre los propietarios” (Allouche y Amann, 1999)

- Basadas en la dirección o implicación de la familia

“La empresa familiar es aquella en la que dos o más miembros de una familia influyen en la dirección de un negocio” (Davis y Taguiri, 1994)

- Basadas en el relevo generacional

“Definimos empresa familiar como aquella que será transferida a la siguiente generación de la familia para su dirección y control” (Ward, 1987)

Multidimensionales: Son aquellas que incorporan dos o más criterios. En este apartado se definirá la que contiene los cuatro criterios más representativos y más encontrados en toda la literatura:

- Basadas en la propiedad, la dirección, la transmisión y la implicación familiar

“Aquella cuya propiedad está en manos de una familia que tienen la intención de que las relaciones intra-organizativas de propiedad y control directivo estén basadas en lazos familiares y en donde se ha producido, se está produciendo o se prevé que se va a producir en el futuro una transferencia de la empresa a un miembro de la siguiente generación de esa familia” (Cabrera, 1998).

Existen, por tanto, una serie de elementos que se deben de cumplir para poder denominar a una empresa como estructura familiar (Gallego, 2012):

En primer lugar, la familia debe de poseer la mayoría del capital. no es necesario que sean dueños del 100% del capital, basta con más de un 50%, o según el Grupo Europeo de Empresas Familiares más del 25% para aquellas que cotizan en Bolsa.

Además, al menos un familiar debe formar parte del control de la empresa. En las primeras generaciones lo normal es que el dueño sea el máximo responsable de las decisiones, pero basta con que un familiar forme parte del gobierno estratégico o consejo de administración. (Gallego, 2012)

Por último, debe existir una voluntad de continuidad a través de las siguientes generaciones. Gran parte de la idea de formar una estructura empresarial familiar es poder delegar la propiedad y dirección a generaciones futuras.

2.2. Características y estrategias en común

Por lo general, en las empresas familiares se busca preservar el modelo de negocio a largo plazo, no solo como una fuente de ingresos y riqueza, sino como algo propio que dejar como legado.

La forma de diferenciarse es instaurando una serie de valores y principios, los propios de la familia. A través de ellos, se mantendrán las relaciones con todos los grupos de interés o *stakeholders*; desde empleados a clientes o proveedores.

El fundador empieza como primer accionista y responsable de la gestión, pero a medida que la compañía gana tamaño, se van incorporando miembros externos a la gestión. Normalmente, es un descendiente el que toma el relevo, como es el caso de Prosegur, donde ahora el hijo del fundador, Christian Gut Revoredo es el CEO de la compañía, y la mujer la principal accionista, con un 50,07% a través de la sociedad Gubel S.L. De esta forma, a pesar de cotizar en bolsa, tiene el total control de la compañía. (Prosegur, 2019)

Hay otros casos de empresas donde el relevo de la gestión no lo toma un familiar directo, sino una persona de confianza. Es el caso de Inditex, donde el principal accionista es Amancio Ortega, fundador de la compañía, con un 59,36% de las acciones a través de las sociedades Pontegadea Inversiones S.L. y Partler 2006 S.L. Sin embargo, sus descendientes directos no forman parte de la gestión, solo tienen un 5% del accionariado, quedando así todas las decisiones ejecutivas a cargo de Pablo Isla, actual CEO de la compañía. (Inditex, 2019)

Con el fin de entender qué tienen en común las empresas familiares, y qué las diferencia del resto, a continuación se exponen las principales características y estrategias que las empresas familiares llevan a cabo en su actividad económica.

- Prudencia:

La supervivencia a largo plazo supone el principal reto para este tipo de empresas (Anderson y Reeb, 2003).

Es por ello por lo que tanto en las épocas de bonanza y crecimiento económico como en las de crisis, quizá exista la idea de que el dinero de la compañía es el dinero de la familia y, por tanto, se decida reservar parte del flujo de caja generado para reducir el efecto negativo en momentos más complicados de la economía. (Kachaner; Stalk; Bloch, 2012). Este conservatismo puede generar además un sentimiento de identidad con los clientes ya que se suele buscar hacer negocios con empresas estables

- Altos estándares para CAPEX

“El CAPEX (Capital Expenditures) es la inversión que una empresa realiza en la compra de un activo fijo o para añadir valor a un activo existente con una vida útil que se extiende más allá del año imposible” (Real Academia Española)

En este sentido, estas empresas suelen hacer un estudio muy exhaustivo de todas las posibles inversiones, con el fin de asegurarse un retorno consistente a lo largo del tiempo. En ocasiones estas pueden generar menos rentabilidad en momentos de crecimiento, pero son las que hacen posible la supervivencia en momentos de crisis.

- Crecimiento orgánico y reducida deuda

En lugar de llevar a cabo operaciones corporativas como adquisiciones para expandirse, tienden a basarse en un crecimiento orgánico, que es ese crecimiento basado en la reinversión de los flujos de caja generados, y no en préstamos o adquisiciones. (Durán, 2017)

La razón última para evitar la financiación externa es la pérdida del control y la incorporación de nuevos miembros a los órganos de dirección. (Rienda; Claver; Quer, 2006).

Es por ello, que deben asegurarse ser capaces de aprovechar oportunidades de crecimiento, a la vez que no ceden la propiedad a instituciones de crédito o inversores.

Prueba de lo mencionado son los niveles de deuda de las principales compañías familiares alrededor del mundo, ya que estas tenían únicamente un 37% de deuda en sus balances, comparado con un 47% de las no familiares. De esta forma, aunque una mayor deuda suponga una mayor rentabilidad por el efecto apalancamiento, también significa reducir el riesgo de impagos. (Kachaner; Stalk; Bloch, 2012)

- Calidad

La calidad de los productos o servicios que se ofrecen está directamente relacionado con la visión que tienen los consumidores con las empresas. Por tanto, estas empresas dedican numerosos esfuerzos por ofrecer productos de la máxima calidad posible para ser capaces de establecer buenas relaciones con los clientes y sobre todo lograr una gran reputación y buena imagen de la familia, (Rus y Rodriguez, 2005)

- Responsabilidad social

Las empresas familiares están especialmente comprometidas con el entorno en el que se nacen o se desarrollan, puesto que los fundadores son personas conocidas en la comunidad y sienten una responsabilidad de cuidar el ambiente en el que desarrollan sus actividades

De esta forma, pueden ser capaces de diferenciarse en un entorno competitivo y desarrollar un sentimiento de fidelización y confianza con los clientes. (Colli, 2012).

Además, se crean unos valores que se instauran como cultura empresarial entre todos los empleados y facilita la estabilidad y las relaciones de confianza entre estos.

2.3. Empresas familiares que cotizan en Bolsa

Hasta este punto, se ha llevado a cabo un análisis de las empresas familiares tanto públicas como privadas a través de la definición de este concepto y de las características y estrategias que tienen en común.

Sin embargo, puesto que en este trabajo vamos a desarrollar las empresas familiares como oportunidad de inversión para los inversores en valor, necesitaremos que sean públicas, es decir, que coticen en algún mercado de valores.

Para ello, comenzaremos dando los beneficios que le supone a una empresa cotizar en los mercados de valores. Más adelante, con el fin de esclarecer si las empresas familiares han supuesto una mejor inversión financiera que las no familiares, detallaremos la rentabilidad que han tenido estas empresas a lo largo de los últimos años, viendo su comportamiento en momentos tanto alcistas como bajistas del mercado.

Por último, procederemos a explicar cuales son los principales riesgos cualitativos y cuantitativos que entrañan este tipo de compañías relacionados con distintos factores.

2.3.1. Razones para cotizar en Bolsa

En este apartado se analizan las principales razones por las que los accionistas de una empresa deciden sacar a Bolsa su empresa. Además, en cada punto se tratan algunos de los posibles inconvenientes que pueden aparecer, pero que, por lo general no resultan decisivos.

En primer lugar, las aportaciones más relevantes son en materia de obtención de financiación para posibles expansiones, nuevos productos o reducir deuda a través de la venta de las acciones; prestigio internacional y atracción de talento; y una forma de lograr una desinversión de los accionistas mayoritarios. (Draho, 2004).

- Fuentes de financiación más eficientes

Como se ha expuesto previamente en el trabajo, las empresas familiares tienden a autofinanciarse a través de crecimiento orgánico y reinversión de beneficios. Sin embargo, según Modigliani y Miller (1963) se puede optimizar el valor de la compañía reduciendo el coste de capital a través de la financiación por medio de una Oferta Pública de Venta.

El equilibrio para una empresa familiar habitualmente se alcanza mediante la venta de una pequeña parte del accionariado al público, pero manteniendo el control, como fue el caso de la venta de una pequeña parte de Prosegur Cash al público por parte de su matriz Prosegur. (Prospectus Prosegur).

De esta forma, se consigue financiación para los proyectos sin perder los privilegios.

Además, otra posible fuente de financiación es mediante entidades de crédito. Puesto que al ser una cotizada, debe cumplir con numerosas regulaciones y auditorías, y tiene un patrimonio líquido de acciones en el mercado bursátil, es posible acceder a créditos con menor coste y mayor duración. (Chicharro, 2014)

Sin embargo, entre los principales inconvenientes cabe destacar la posibilidad de que las empresas que salen a Bolsa lo hagan por incapacidad de autofinanciación y crecimiento sostenible. Esto podría provocar un sentimiento por parte del mercado como malas inversiones, pero no hay evidencia empírica de ello. (Gracia; Gacitúa, 2015).

Respecto a los créditos bancarios, estos tienen el aspecto negativo de que pueden desajustar el balance y los acreedores pueden asumir mayores responsabilidades en el control si se hace un impago de dicha deuda.

- Prestigio internacional

Las compañías públicas, al estar ante el escrutinio de miles de analistas son capaces de lograr un mayor alcance y repercusión. Podrán publicitarse más fácilmente y tener una mejor imagen de marca. (Maksimovic, Pichler, 2001).

Además, tendrán la posibilidad de captar empleados y directivos de mayor talento, pues será conocida por una mayor cantidad de personas.

Por el contrario, el gran inconveniente provendrá de un mayor eco ante posibles problemas o situaciones adversas, como malas prácticas o fallos en la contabilidad que podrán herir la imagen corporativa y de la familia.

- Desinversión de accionistas

Convertirse en una empresa pública soluciona un posible conflicto en la sucesión. Al tener que vender parte de las participaciones, los accionistas tienen la posibilidad de liquidar sus posiciones y obtener beneficios de la inversión. Asimismo, el capital de una empresa pública es más líquido, de forma que se podrá traspasar las acciones de manera más rápida, sin necesidad de buscar a otro accionista interesado. (Bolton y Von Thaden, 1998).

2.3.2. Rentabilidad de las empresas familiares que cotizan en Bolsa

En este apartado vamos a estudiar la rentabilidad de las empresas familiares con el fin de esclarecer si estas son en realidad más rentables que las no familiares.

Para ello, se analizarán en primer lugar tres índices bursátiles: uno mundial, el *Solactive Global Family Owned Companies Total Return EUR Index*, que pertenece a la empresa alemana Solactive AG, la cual se encarga de hacer índices de referencia y ETFs; otro alemán, que será el DAX, debido a la gran influencia de las empresas familiares en este país; y por último el Ibex 35 para representar el mercado español. Además, se comparará el ROE de empresas familiares con no familiares estadounidenses.

En lo que se refiere al *Solactive Global Family Owned Companies Total Return*, en él se encuentran cincuenta de las empresas familiares de más relevancia alrededor del mundo. Para su selección, toman una muestra de las 500 empresas con más ventas del mundo, y entre ellas se escogen en función de su volatilidad.

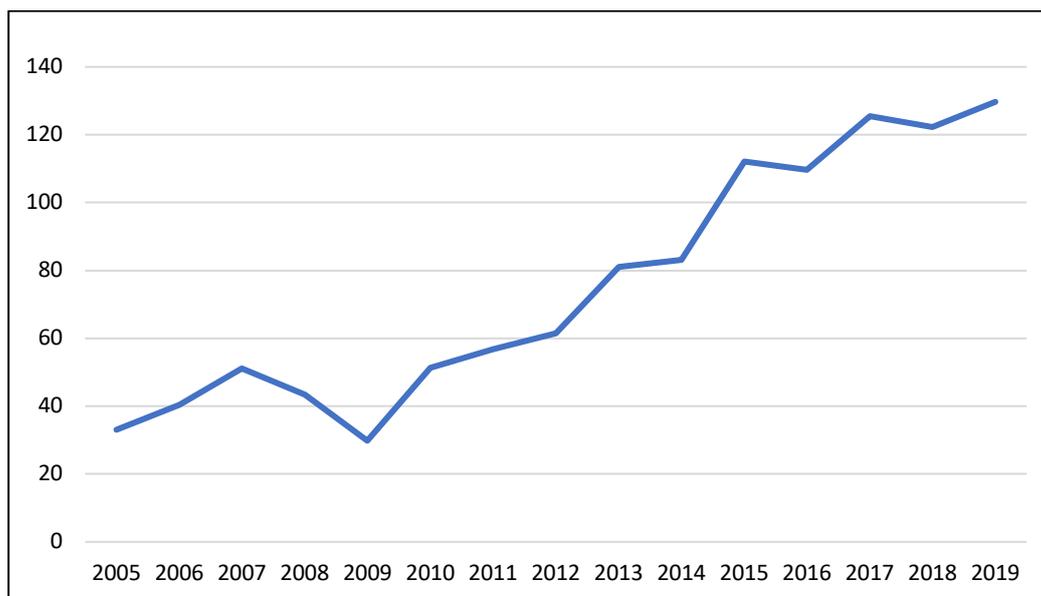
Esto significa que se hace una media de la volatilidad de estas compañías en los últimos doce meses, y se escogen las 50 de menor volatilidad. (Solactive Guideline, 2015).

Además, han de tener una capitalización bursátil mínima de 1.000 millones de dólares, un volumen mínimo de trading diario de 10 millones de dólares y que el dueño o accionista de referencia posea al menos un 32% del capital. (Solactive Guideline, 2015).

Entre estas empresas en encuentran tres españolas: Acciona, de la familia Entrecanales, Ferrovial de la familia Del Pino, e Inditex, de Amancio Ortega.

Por otro lado, se encuentran europeas como BMW o Louis Vuitton Moet Henessy (LVMH) y dos asiáticas como empresas de mayor peso: Hong Kong & China Gas y New World Development.

Gráfico 1: Evolución del Índice Solactive Global Family Owned Companies Total Return



Elaboración propia. Fuente: Solactive AG.

Como podemos observar en el gráfico 1, el índice comienza en 2005, y en 14 años ha tenido un retorno absoluto acumulado, esto es, reinvertiendo dividendos, del 300%, es decir se ha multiplicado por cuatro, pasando de un valor liquidativo de 33,12 a 129,69. Si se anualiza supone un retorno del 10,3%. Este dato tiene especial validez ya que supone haber pasado la crisis financiera del 2008.

Este índice es representativo, pero como se menciona previamente en los requisitos, es únicamente para empresas de gran capitalización.

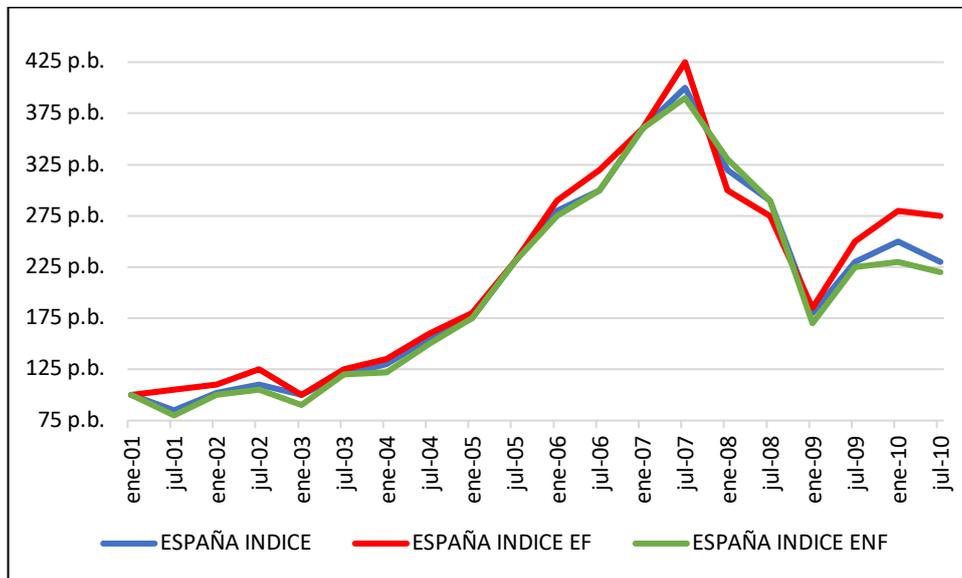
En la London Value Investor Conference de 2016, Quaero Capital, una gestora de inversión de estilo valor enfocada en las compañías de pequeña capitalización, resaltó la rentabilidad de las empresas familiares pertenecientes al DAX (Índice Bursátil alemán de referencia) entre el 2002 y el 2016.

Mientras que el DAX se revalorizó un 149%, las compañías familiares pertenecientes a este mismo índice lo hicieron un 397%. (Market Folly, 2016).

Además, si nos centramos en el mercado español, en el Gráfico 2 podemos observar como en la primera década del Siglo XXI las empresas familiares han batido en rentabilidad

tanto a las no familiares como al índice de referencia del mercado español, el Ibex 35. Asimismo, de nuevo se aprecia como es a partir de la crisis financiera cuando más diferencial hay.

Gráfico 2: Comparación Índices Bursátiles

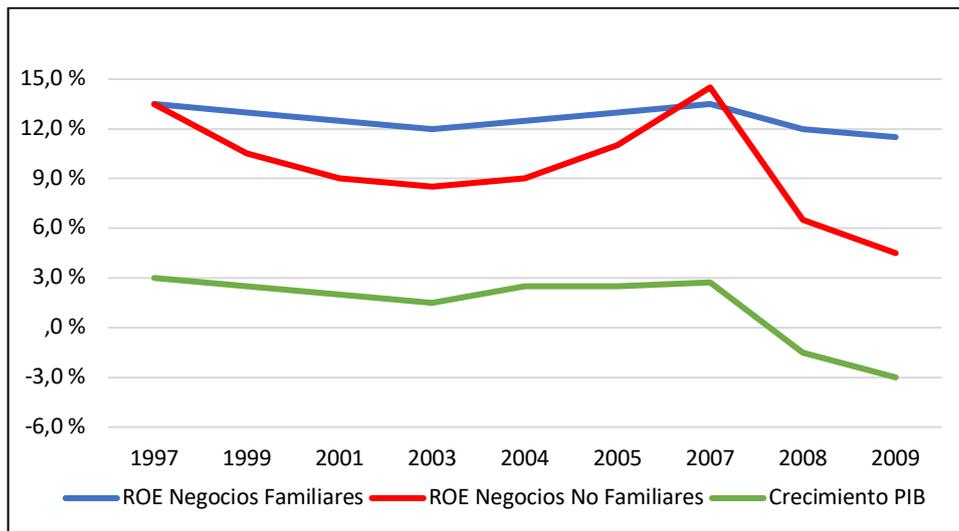


Elaboración propia. Fuente: Cruz; Núñez, 2014

Por último, un estudio de Kachaner, Stalk, Bloch (2012) realizó una comparativa de las rentabilidades sobre el patrimonio (ROE) de las empresas familiares con las no familiares y con el PIB global desde el año 1997 hasta el 2009.

Como se puede observar en el gráfico 3, el ROE de las familiares es considerablemente mayor que la de las no familiares. Cabe destacar, sin embargo, que el año anterior al comienzo de la crisis financiera fuera el único donde las no familiares tuvieran mayores retornos; para luego, caer de manera mucho más significativa en el estadillo de la crisis.

Gráfico 3: Rendimiento a Largo Plazo de Negocios Familiares



Elaboración propia. Fuente: Kachaner; Stalk; Bloch, 2012

De acuerdo con Anderson y Reeb (2003), que realizaron un estudio donde se analiza la relación entre el accionariado de una empresa familiar y los resultados que estas obtienen con una muestra de empresas del S&P500, esto puede deberse a la prudencia y la capacidad de ahorro que este tipo de compañías prioriza, con el objetivo de poder hacer frente a situaciones adversas.

Así, consigue una mayor estabilidad a largo plazo y, por ende, una mayor retribución a los accionistas.

Por su parte, las empresas sin dueño de referencia tienen un ROE mucho más volátil. Esto se puede deber a que, por lo general, estas tienden a mirar menos por el largo plazo y la estabilidad que las familiares, centrándose más en resultados trimestrales para poder satisfacer los requisitos de los consejos de administración y analistas del mercado.

2.3.3. Principales riesgos de las empresas familiares

Con el fin de profundizar en el análisis del riesgo de las empresas familiares, se van a estudiar los principales riesgos tanto cuantitativos como cualitativos.

En primer lugar, para el cuantitativo, vamos a tomar como variable de estudio la beta dado que es la utilizada para cuantificar el riesgo sistemático de mercado.

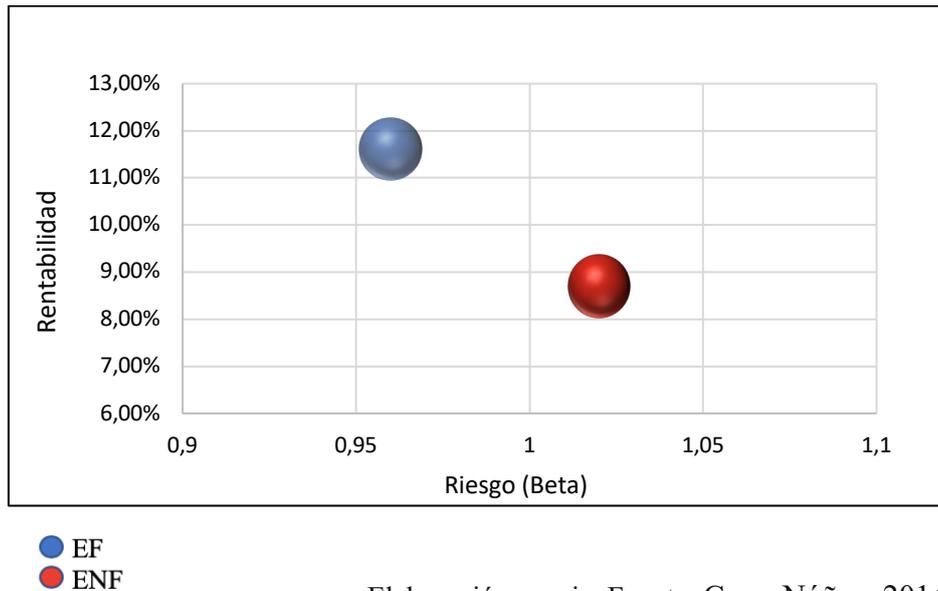
La Beta indica cuanto varía el rendimiento de dicho activo en función de las variaciones producidas en el rendimiento del mercado en el que aquél se negocia. (Sharpe, 1964)
Es decir, a través de ella podremos averiguar si la acción tiene mayor o menor riesgo sistemático que el mercado.

Para ello, dado que la Beta de mercado es 1, si la Beta de un activo es menor que uno, significará que tiene menor volatilidad y, por tanto, ante movimientos bruscos del mercado, el activo reaccionará de manera menos agresiva. Por el contrario, si es mayor que 1, amplificará los movimientos tanto en tendencias alcistas como bajistas. En el caso de que sea menor que 1, la correlación será negativa y actuará de manera contraria al mercado.

Lo primero que vamos a analizar es la relación rentabilidad-riesgo de las empresas familiares respecto de las no familiares.

El gráfico 4 nos muestra tanto la rentabilidad como la Beta que han tenido las empresas cotizadas europeas tanto familiares como no familiares de más de 50 millones de € de capitalización para el período del 2000 al 2010. Las primeras han tenido un 3% más de rentabilidad que las segundas, además de una beta no solo menor que su comparable, sino que la del mercado, al situarse en 0,96 aproximadamente.

Gráfico 4: Rentabilidad-Riesgo Media 2001-2010



Elaboración propia. Fuente: Cruz; Núñez, 2014

Estos parámetros son una media de los 10 años. Puesto que el objetivo del trabajo es discutir el papel de las empresas familiares en la inversión en valor, y esta se basa en la premisa del largo plazo, no tendría sentido coger cifras de años concretos, porque no serían indicativos.

El modelo CAPM especifica que un activo generará la rentabilidad del activo libre de riesgo más la proporcionada por asumir el riesgo que viene medido por la beta, y que cuanto mayor sea la beta, mayores rentabilidades se podrán esperar. (Sharpe, 1964)

Sin embargo, en este caso, las empresas familiares son capaces de lograr retornos más altos que las no familiares, a pesar de tener niveles de beta menores. Así, estas cifras ilustran que no solo compensa en términos de rentabilidad invertir en empresas familiares, sino también en función de riesgo de sistemático de mercado.

Para acabar con los riesgos cuantitativos, cabe destacar que otro de los riesgos a los que se enfrentan las compañías familiares es el de iliquidez. Al haber un menor porcentaje de acciones en circulación, se dificulta la posibilidad de vender paquetes de acciones en el corto plazo sin alteraciones en los precios. (Mínguez y Martín, 2004).

Por otro lado, en lo que respecta a los riesgos cualitativos, destaca la posible dificultad de las personas no pertenecientes a la familia a la integración en la cultura de la empresa. Esto es, cuando hay una familia en control se instauran los valores en la empresa, y puede resultar difícil adaptarse a las personas externas. Asimismo, se puede pecar de favorecer a los empleados miembros de la familia sobre los demás con sueldos más altos o trato desigual. (Gallego, 2012)

Otro de los principales riesgos es la sucesión. Según estudios de Beckhard & Dyer, (1983) y Dyer (1986) solo un 30% de las empresas familiares sobreviven a la primera generación, y un 10-15% a la segunda (Applegate, 1994).

Los fundadores por lo general tienen más compromiso, habilidades técnicas del sector y lazos con los empleados, lo que hace que el primer traspaso a la segunda generación sea el más complejo (Davis y Haverston, 1999)

3. Características de los inversores en valor

En este apartado se verán dos aspectos fundamentales para conocer a fondo esta filosofía de inversión. En primer lugar, se definirá a los inversores en valor y los principios básicos que siguen estos agentes a la hora de invertir en acciones. Por otro lado, se estudiará a los inversores más relevantes y las rentabilidades que han obtenido estos a lo largo de su carrera. De este modo, podremos evaluar su trayectoria y su influencia en el análisis financiero.

3.1. Principios fundamentales de la inversión en valor

La inversión en valor surge en la década de 1920 de la mano de Benjamin Graham y David Dodd en una época de gran especulación y uso de inversión privilegiada (Kwag; Lee, 2006).

Graham y Dodd (1934) publican el primer libro de la inversión en valor, donde explican los fundamentos y el funcionamiento de los mercados en tres suposiciones:

En primer lugar, hace uso de la personificación con la creación de Mr. Market. Este es una persona que va a trabajar todos los días y ofrece comprar y vender acciones a unos precios determinados. Sin embargo, tiene un estado de ánimo muy cambiante, y cualquier día puede ofrecer precios excesivamente altos o bajos. Sin embargo, a largo plazo acaba reconociendo el valor de la acción y ofrece un precio justo.

A pesar de esta variación de precios, hay activos financieros con un valor intrínseco estable y medible que puede ser distinto del precio actual. De esta manera el valor intrínseco y el precio de cotización son dos términos distintos, aunque pueden llegar a coincidir. Esto se debe a que no todas las acciones recogen en el precio lo que valen y puede haber discrepancias bien porque el precio sea mayor que su valor y estén por tanto sobrevaloradas, o bien porque sea menor y estén infravaloradas.

Esta discrepancia entre precio y valor es denominado margen de seguridad. Para que sea seguro comprar una acción y minimizar el riesgo de inversión, este margen debería ser de aproximadamente un 50% del valor intrínseco, y como mínimo un tercio. Es decir que, si una acción tiene un valor intrínseco de 10, el precio de cotización sea 5, o al menos menor de 6,6. Cuanto mayor sea el margen de seguridad, mayor rentabilidad esperamos obtener y, por tanto, menor riesgo acarreará la inversión.

El proceso de inversión en valor puede resumirse de manera simple. Lo primero que debe hacer un inversor es estimar el valor intrínseco del activo y compararlo con el precio de cotización. Si el precio es menor que el valor con un margen de seguridad suficiente, el inversor comprará esa acción y esperará pacientemente a que Mr. Market reconozca ese valor. (Greenwald; Sonkin; Van Biema, 2001).

Benjamin Graham (1949) hace una gran crítica a los analistas financieros de Wall Street, dejando ver que estos solo buscan resultados a corto plazo y carecen de la paciencia necesaria para lograr retornos por encima de la media.

Este autor, al principio de su carrera comenzó comprando aquellas acciones cuya capitalización bursátil fuera menor que su valor de liquidación, esto es el dinero que obtendría la empresa si cerrara su negocio, vendiera todos sus activos y pagara todas sus deudas. (Soler, 2014).

Esto fue posible debido a las oportunidades que había en el mercado durante la Gran Depresión.

Sin embargo, con el tiempo, estas oportunidades comenzaron a ser resultar insuficientes, y fue cuando su discípulo y alumno Warren Buffet amplía el concepto de inversión en valor. Él, junto a su vicepresidente Charlie Munger, incluyen los conceptos cualitativos a la hora hacer el ejercicio de valoración, haciendo hincapié en la calidad gracias a la influencia de libros como *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios* de Fisher. De esa forma, cuenta con el marco teórico de Graham, pero los actualiza a los nuevos tiempos. (Bierig, 2000)

De este modo, tras las incorporaciones de Buffet y el marco teórico de Graham, se pueden establecer cuatro elementos fundamentales para tener en cuenta en una empresa.

Dentro de cada uno de ellos se muestran los elementos fundamentales, tanto negativos como positivos que se han de analizar a la hora de hacer un estudio exhaustivo de la compañía. (Zweig, 2003).

3.1.1. Proyecciones a largo plazo de las cuentas anuales

En este apartado, a través de las cuentas anuales de la empresa, se establece cuánto beneficio genera y de dónde proviene a través de varios aspectos positivos y negativos que pueden influir a la hora de tomar la decisión de invertir.

Por un lado, existen algunas situaciones negativas que pueden provocar que una empresa deje de ser una inversión interesante: en primer lugar, si la compañía tiene hábito de adquirir otras compañías año tras año y tiene tendencia a contraer grandes cantidades de deuda. Esto se demuestra en el Estado de Flujos de efectivo, donde debería tener un flujo de caja operativo negativo y uno de financiación positivo. Además, si la mayoría de sus ingresos provienen de un único cliente, lo que provocaría una gran dependencia y pérdida de poder.

Por otro lado, algunos aspectos positivos que pueden resultar muy beneficiosos son: contiene una gran ventaja competitiva o “moat”. Como establece Porter (1998) tener una situación de ventaja competitiva como puede ser una gran imagen de marca, una situación de monopolio o economías de escala es fundamental a la hora de destacar sobre los competidores. Según Ramezani, Soenen y Jung (2002), las empresas que crecen a tasas excesivamente elevadas de un 15% o más de manera anual tienden a fracasar antes. Por ello, será preferible un crecimiento estable a largo plazo.

Por último, es importante que la empresa invierta en I+D para ser capaz de adaptarse a los cambios y crear nuevas líneas de negocio.

3.1.2. Estudio de la calidad de la dirección de una empresa

El equipo directivo de la compañía deberá estar alineado con los accionistas y no buscar su propio interés. Esto no quiere decir que deban intentar subir contantemente el precio de las acciones forzadamente, sino permitir que sea el mercado quien marque ese precio de manera natural, pues según Greenblatt (2006), a largo plazo las cotizaciones están marcadas por los beneficios que reportan las empresas. Así, la dirección se debe encargar de conseguir beneficios para la empresa y no intentar manipular los precios de las acciones.

Algunas señales indicativas de que el Director General y los principales ejecutivos miran por sus propios intereses son: sueldos excesivamente altos, constantes apariciones públicas, venta continuada de sus acciones en la compañía, comentarios en las cuentas anuales excesivamente positivos sobre todo en años de bonanza económica generalizada o cuentas poco transparentes con gastos extraordinarios que aparecen regularmente. (Gitman, 2003)

3.1.3. Análisis de la fortaleza financiera y estructura de capital

El aspecto fundamental para comprobar la fortaleza financiera de una empresa es ver si genera más caja de la que consume. Para ello, habrá que estudiar si la generación de caja ha sido constante y estable en por lo menos los últimos 10 años. Además, según Buffet las inversiones han de ser consideradas como compra de negocios, y no solo meras transacciones económicas con la idea de no vender las acciones a no ser que alcancen un precio de cotización excesivamente alto.

Así, a la hora de valorar, será igualmente necesario estudiar las estimaciones de caja a perpetuidad, mediante proyecciones de sus actuales niveles de generación obtenidos de sus resultados empresariales. (Abad, 2014).

Sin embargo, en vez de fijarse en el beneficio neto, Warren Buffet estableció el *owners earnings* (O.E.). Esto es una simple fórmula que trata de esclarecer cual era la cifra de beneficios que de verdad recibe el accionista. (Hagstrom, 2001).

O.E. = Beneficio Neto + Amortización – Inversiones de Capital – Costes de garantizar opciones – Gastos no recurrentes o extraordinarios – ingresos del plan de pensiones

En lo que respecta a la estructura de capital, es importante fijarse en el porcentaje de deuda a largo plazo. Así, se suele tomar como referencia que esta sea menor del 50% del total del capital, aunque dependerá del sector en concreto, puesto que compañías con contratos a muy largo plazo que aseguran flujos de caja constantes como el transporte marítimo pueden permitirse mayores niveles de deuda. (García, 2019)

3.1.4. Análisis de la política de dividendos y de acciones

Los dividendos suponen una contribución importante a la rentabilidad de una inversión y un aspecto a considerar a la hora de incorporar una acción en cartera. De este modo, la única justificación que podrán tener los directivos de una compañía para no pagar dividendos será demostrar que destinan ese dinero a ser más eficientes que sus competidores.

Por otro lado, respecto a la política de acciones, Graham (1934) hace hincapié en evitar invertir en empresas que realizan *splits* en el precio de cotización con el único objetivo de publicitarse en el mercado, puesto que resulta indiferente comprar una acción a 100€ que dos a 50€.

Sin embargo, es frecuente ver empresas llevar a cabo *splits* para permitir a pequeños accionistas comprar acciones cuando estas han llegado a precios de cotización muy elevados.

“Un split (o desdoblamiento de acciones) es un ajuste matemático que se realiza al valor de las acciones de una compañía, sin cambiar la composición del accionariado. Consiste en disminuir el valor de cada acción y aumentar su número, respetando la proporción monetaria de los inversores”. (Tapia, 2018)

3.2. La inversión en valor en España

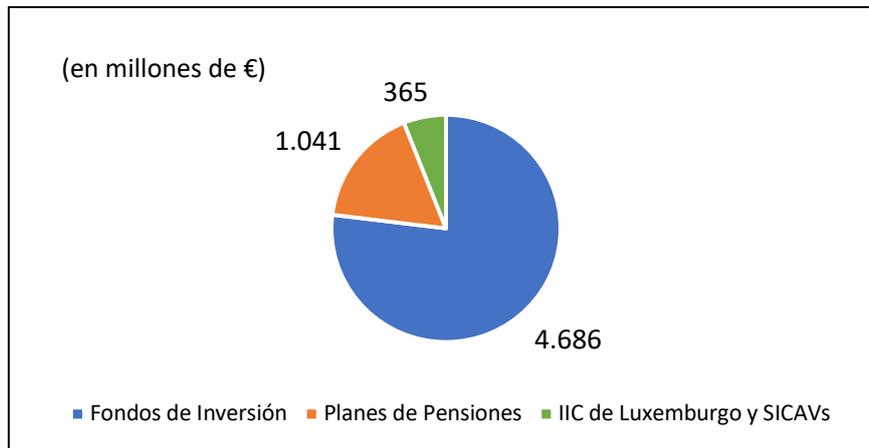
En este apartado vamos a estudiar quienes fueron los precursores de este tipo de inversión en nuestro país, y como están organizadas las principales gestoras de inversión en valor en la actualidad.

La primera gestora de fondos especializados en inversión en valor o *value* nace en 1989 de la mano de Bestinver. Esta se creó como una estructura financiera para invertir el patrimonio familiar de la familia Entrecanales, dueños de Acciona.

La empresa Bestinver lanzó en el año 1991 su primer fondo, Tibestfond, como fondo monetario y en 1992 aparece el Bestinfond, que se convertiría en el fondo de más reconocimiento de la gestora. El director de inversiones sería Francisco García Paramés, quien con apenas 27 años comienza a tomar las decisiones de inversión de este pequeño fondo, que en el momento tenía apenas 2 ó 3 millones de euros bajo gestión hasta el año 2014 donde llega a gestionar 10.000 millones de €. En este año decide dimitir y crear su propia gestora, Cobas Asset Management. (García, 2016).

Bestinver basa sus principios de inversión en el análisis fundamental, la gestión del riesgo y un horizonte temporal de largo plazo; y para ello, invierte el 100% del capital en renta variable y en la actualidad cuenta con 6000 millones de euros bajo gestión y más de 50.000 clientes divididos según el Gráfico 5 en fondos de inversión, planes de pensiones, IICS con base en Luxemburgo y Sicavs. (Bestinver).

Gráfico 5: Distribución Activos bajo gestión Bestinver



Elaboración propia. Fuente: Bestinver

Con los años el Bestinver fue ganando reconocimiento, y en 1999 Francisco García Paramés llega a una fecha crítica. En plena burbuja tecnológica, este inversor se negaba a seguir las ideas de inversión de medio mundo pues, apoyado en sus conocimientos de teoría del ciclo de la escuela austriaca, pensaba que el sector tecnológico estaba claramente sobrevalorado y no había fundamentos que sostuvieran tal crecimiento. (García, 2016)

Pocos años más tarde, cuando estalló la burbuja se le dio la razón y su influencia aumentó al batir al índice por un 27%. (Abad, 2014).

Sin embargo, no fue solo esta burbuja la que predijo, pues por el 2003, año en el que se incorpora al equipo Álvaro Guzmán de Lázaro, ya se dieron cuenta de la burbuja inmobiliaria que se estaba creando en España y la facilidad de crédito de las entidades bancarias, evitando invertir en ambos sectores desde tal fecha, a pesar del gran crecimiento que tuvieron hasta el estallido de la crisis económica. (García, 2016)

Es la incorporación de Guzmán de Lázaro al equipo de gestión la que cambia la manera de invertir de García Paramés, pues su historia se parece en gran medida a la de Warren Buffet y Charlie Munger. En un principio ambos siguen los pasos de Graham, invirtiendo en activos muy infravalorados sin tener especialmente en cuenta la calidad de estos, pero

son estas incorporaciones los que les hacen ver la importancia de invertir en activos de gran calidad y ser así ajeno a los riesgos provenientes de las fluctuaciones de los mercados.

Por último, en la actualidad son cuatro las principales gestoras independientes que llevan a cabo esta filosofía de inversión en España: Bestinver, Cobas, AzValor y Magallanes. Desde la marcha de García Paramés y de su equipo de Bestinver en 2014, el director de inversiones es Beltrán de la Lastra.

Como se comenta anteriormente, García Paramés funda Cobas Asset Management a finales de 2016 y hoy en día gestiona 2.100 millones de € a través de sus cinco fondos de inversión, dos planes de pensiones y dos sicavs luxemburguesas. Su producto de referencia es el Cobas Selección, que posee un 80% de cartera internacional y un 20% de nacional y ha tenido una rentabilidad del -18.5% desde su apertura. (Cobas)

Por su parte, los dos principales analistas hasta 2014, Álvaro de Guzmán y Fernando Bernard iniciaron en 2015 una gestora por su cuenta llamada Azvalor, que actualmente cuenta con cinco fondos de inversión, dos planes de pensiones y dos sicavs y gestionan 1.700 millones de €. Los principales fondos, AzValor Internacional y AzValor Iberia cuentan con una rentabilidad total desde el inicio del 9,92% y del 17,02% a fecha 28 de mayo. (AzValor).

Finalmente, cabe destacar a Magallanes Value Investors, gestora liderada por Iván Martín especializada en renta variable europea y española con 2.000 millones de € bajo gestión. Sus dos principales fondos, Magallanes European Equity y Magallanes Iberian Equity tienen cuatro y cinco estrellas según el rating de Morningstar por lograr rentabilidades anualizadas de aproximadamente el 10% desde la fundación en 2015. (Morningstar).

3.3. Rentabilidades pasadas

En este apartado se analizan las rentabilidades que han logrado los principales inversores en valor a lo largo de sus carreras con el fin de dar credibilidad a esta filosofía de inversión.

Para ello, se observarán varios estudios basados en diferentes estrategias dentro de la inversión en valor y en comparación con otros métodos.

Los inversores en valor basan sus estrategias en lograr rentabilidades mayores que las del mercado mediante una gestión activa. (Abad, 2014). Es decir, lograr más rentabilidad que la que conseguiría un fondo de gestión pasiva que replicara los índices de referencia.

Según la Teoría de carteras de Markowitz, un inversor solo podrá batir al mercado si asume endeudamiento, pues este es eficiente y recoge toda la información. Sin embargo, estos gestores, apoyados por la literatura de la Escuela Austriaca piensan que el mercado tiende a la eficiencia a largo plazo, pero nunca llega realmente a serlo, pues la información cambia y se crea nueva cada segundo. Esta carencia de eficiencia es sobre la que se apoyan para lograr rentabilidades mayores que los mercados. (Buffet, 1984)

Esta teoría la ilustra perfectamente Warren Buffet (1984) con una simple frase:

“I’d be a bum on the street with a tin cup if the markets were always efficient”.

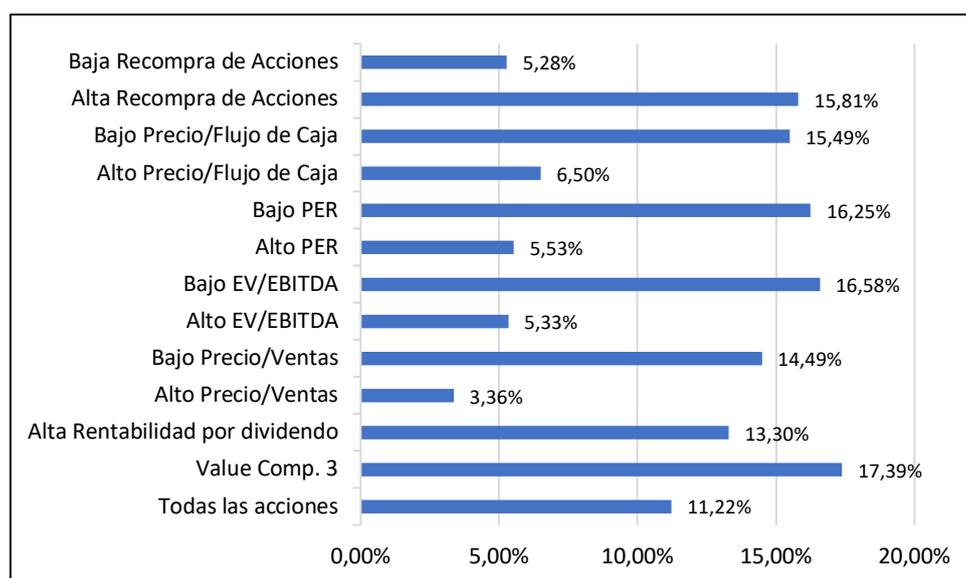
Es decir, si no existieran las ineficiencias, habría sido imposible ganar dinero en el mercado bursátil.

En primer lugar, gracias a un estudio de O’Shanghnessy (2012), donde realiza una comparativa de la rentabilidad media que han logrado las diferentes estrategias de inversión en comparación con comprar todas las acciones de la bolsa americana desde 1964 hasta el 2009 se aprecian dos datos relevantes.

Como ilustra el Gráfico 6, se comparan las estrategias por ratios, y las rentabilidades de comprar cuando estos ratios están altos y cuando están bajos. Esto confirma lo que ya

hizo Siegel (1994), donde la rentabilidad de las acciones es mayor cuando los múltiplos son bajos que cuando son altos. Esto significa que cuando el precio de cotización cae, las empresas tienden a revertir esta tendencia y batir al mercado.

Gráfico 6: Rentabilidad por estrategias



Elaboración propia. Fuente: O'Shanghnessy (2012)

Se puede observar como, mediante una estrategia de gestión pasiva comprando todas las acciones de la bolsa americana, se logra una rentabilidad anual media del 11,22%.

Además, a pesar de que hay estrategias como el EV/EBITDA, que compara el valor de la empresa en bolsa menos la deuda utilizada sobre su EBITDA, que logran rentabilidades buenas del 16,58%, la que mejor rentabilidad consigue es la composición *value 3*, con un 17,39%. Esta composición recoge la mejor combinación de todos los ratios, como una alta recompra de acciones con un bajo PER.

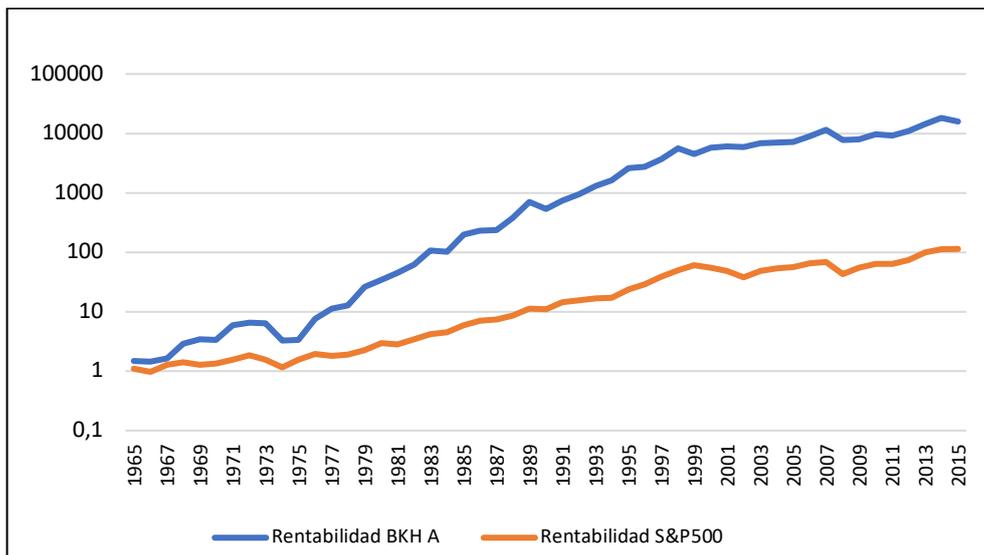
A pesar del buen comportamiento de estas estrategias semipasivas, desde 1991 hasta el 2009 solo un 30% de los gestores estadounidenses ha logrado batir a los índices (O'Shanghnessy, 2012). Esto recalca la dificultad que tiene ser capaz de batir al índice.

3.3.1. Rentabilidades obtenidas por Warren Buffet

Las rentabilidades que ha logrado justifican porqué le llaman el mejor inversor de todos los tiempos. Y es que como se muestra en el Gráfico 7, ha logrado sacar el doble de rentabilidad en 50 años a través de su holding empresarial Berkshire Hathaway, un 20,8% anual frente a un 9,7% del S&P500.

Este holding tiene muchas de las mayores empresas del mundo, tales como la aseguradora Geico, de consumo como Coca-Cola o Kraft, y financieros como Wells Fargo o Goldman Sachs, entre otros muchos. (Berkshire Hathaway)

Gráfico 7: Comparativa Acciones Berkshire Hathaway Clase A vs S&P500



Elaboración propia. Fuente: Berkshire Hathaway

3.3.2 Superinversores de Graham-and-Doddsville

Este apartado hace referencia a los inversores con los que Warren Buffet (1984) enseñó al mundo que no es casualidad que aquellos que han seguido los principios de Graham y Dodd, bien desde las clases que impartían o bien a través de su libro Graham, Dodd

(1934), hayan conseguido resultados extraordinarios, superando siempre al índice de referencia, en este caso el S&P500.

En la siguiente tabla se aprecian los 7 principales fondos o gestores, con los años que llevan invirtiendo, y la comparativa de resultados.

Tabla 1: Superinversores de Graham-and-Doddsville

	Nº años	Rentabilidad S&P500	Rentabilidad inversor
Walter JI Schloss	28	8,4%	16,1%
Tweedy, Browne Inc.	15 3/4	7,0%	16,0%
Buffet Partnership	13	7,4%	23,8%
Sequoia Fund	14	10,0%	17,2%
Charles Munger	14	5,0%	13,7%
Pacific Partners, Ltd	19	7,8%	23,6%
Perlmeters Investments	18	7,0%	19,0%

Elaboración propia. Fuente: Buffet (1984)

3.3.3 Joel Greenblatt y la fórmula mágica

Joel Greenblatt es un destacado gestor de fondos de inversión estilo *value* que escribió un libro donde muestra lo que él llama la fórmula mágica, que se basa en la combinación de empresas de calidad a bajo precio. (Greenblatt, 2006).

Para ello, usa dos ratios: el ROCE (Rentabilidad del Capital Empleado) para medir la calidad, y el PER (Price/Earnings Ratio) para ver lo barato o caro que cotizan las acciones. Así, asigna un número del 1 al 10 a cada uno, siendo 1 el ROCE más alto y también los ingresos más elevados.

De esta forma, las empresas con coeficiente más bajo serán las mejores y obtendrán rentabilidades más altas.

En este libro hace el estudio empírico y los retornos que logra son del 30,8% de media anual para el período 1988-2004, comparado con un 12,4% del S&P500.

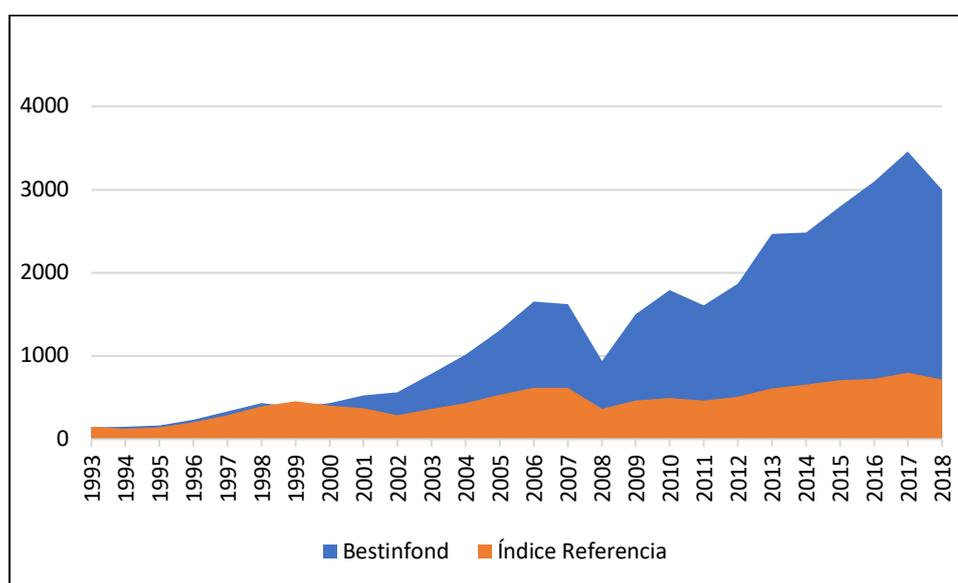
Este libro prueba que se siguen pudiendo batir al mercado con empresas de calidad, y no solo baratas. Este autor ha influido a numerosos gestores en su carrera, destacando García Paramés. (García, 2016)

3.3.4 Rentabilidades obtenidas por Bestinver

Para terminar, vamos a analizar las rentabilidades que ha conseguido la gestora nacional de referencia de inversión en valor desde sus inicios.

Para ello, comenzaremos con el Bestinfond, el fondo más reconocido y con mayor historial. Este fue gestionado desde sus inicios hasta el 2014 por Francisco García Paramés, y hasta la actualidad por Beltrán de la Lastra. (Bestinver).

Gráfico 8: Comparativa Bestinfond vs Índice de referencia



Elaboración propia. Fuente: Bestinver, Morningstar

El Gráfico 8 muestra la rentabilidad la rentabilidad del Bestinfond desde el año 1993 hasta el 2018 y de su índice de referencia, que está compuesto en un 70% por el MSCI World y en un 30% por el Índice General de la Bolsa de Madrid. Como se puede observar, el fondo logra una rentabilidad acumulada cercana al 3000%, o un 14,5%

anualizada, puesto que pasa de valor liquidativo 6,3 a niveles de 181,49 a cierre de 2018, comparado con un 714% o aproximadamente un 8% anualizado.

4. Selección de empresas familiares por parte de los inversores en valor

En este apartado se analizan cuales son las principales razones que hacen a estas empresas atractivas para estos inversores. Además, se pondrá algún ejemplo práctico de empresas familiares que han resultado ser un éxito como inversión y algún otro donde la falta de una familia ha significado una gran pérdida de dinero.

Por otra parte, se explican los factores que explican las diferencias de rentabilidad entre las empresas familiares.

4.1. Razones para elegir una empresa familiar

Para la primera parte, nos apoyaremos principalmente en una entrevista telefónica realizada a un miembro del equipo de Cobas Asset Management, además de la diversa literatura utilizada en anterioridad en este trabajo. Como se ha comentado anteriormente, esta gestora de inversión fue fundada en 2016 por Francisco García Paramés, donde es presidente y director de inversiones.

Dado que invertir en una compañía supone convertirse en accionistas, a estos inversores les preocupa que los intereses de los directivos no estén alineados con los suyos. De esta manera, la principal preocupación que los inversores en valor ven en las compañías en lo que se refiere a la propiedad es el problema de agencia.

Es posible que el término que mejor relacione a las empresas familiares con estos gestores sea la prudencia. Como se ha analizado con anterioridad, las empresas familiares persiguen el crecimiento sostenible a largo plazo, sin buscar resultados trimestrales para contentar al mercado a corto plazo. Para ello, toman medidas conservadoras como la autofinanciación y el crecimiento orgánico.

De la misma manera, los inversores en valor cuando adquieren acciones en una compañía lo consideran como si estuvieran comprando el negocio de por vida, pues una condición necesaria para estos es tener una cierta evidencia de a donde se dirige el negocio en los siguientes 10-15 años. (Hagstrom, 2001).

Por ejemplo, es muy probable que en 10 años siga habiendo coches, se sigan fabricando carreteras y se continúe necesitando aseguradoras. Sin embargo, no resulta tan evidente pensar que en este periodo va a seguir funcionando Facebook o Netflix, dado que se encuentran en un sector muy cambiante.

Como resultado, a la hora de invertir buscan negocios estables con directivos que compartan los mismos riesgos y beneficios que los accionistas. Consecuentemente, se evitará dar con equipos directivos externos, con sueldos excesivamente altos, o que venden acciones en cuanto el precio de cotización sube para buscar beneficios especulativos. Estos rasgos son, por lo general, difíciles de encontrar en empresas con un miembro de la familia encargado del control de la empresa, pues resultaría un despilfarro y una mala imagen corporativa.

Otra de las premisas que estos inversores buscan es encontrar compañías que hayan sido pasadas por alto por el mercado por haber presentado resultados trimestrales peores de los previstos o por pertenecer a negocios poco llamativos, como fabricantes de pintura o de muebles (Buffet, 1998).

Es por eso por lo que buscan empresas donde la dirección se centre en las labores diarias y no en comparecer en los medios, puesto que salir en las noticias no suele hacer a una compañía mejor o más rentable.

En la actualidad, en Cobas Asset Management le dan mucha importancia a las empresas familiares. Es por ello por lo que, en su cartera internacional, las empresas familiares tienen un peso del 70%. En el caso de Asia, especialmente Japón y Corea del Sur, llegan al 85% con Samsung Electronics como la posición más destacada posiblemente por el hecho de que hay una tradición más establecida de empresas familiares. (González, Guzmán, Pombo, Trujillo, 2010),

A continuación, se exponen dos casos de inversión que resumen el efecto de la familia en las inversiones. Un caso de éxito y otro de fracaso.

Por un lado, está el caso BMW. La crisis financiera de 2008 la llevó a cotizar a 11€, perdiendo así casi un 80% del valor desde máximos del año anterior. Sin embargo, era una compañía con caja neta, negocio creciente donde cada vez vendía más coches, especialmente en China, y una imagen de marca muy establecida.

Gracias a la prudencia por parte de la familia dueña de la empresa en la época previa a la crisis que logró mantener la deuda a niveles muy bajos, lograron recuperarse con cierta rapidez y llegó a cotizar a 120€ por acción en 2015, más de un 1000% de revalorización. (García, 2016)

Por otro lado, está el caso Aryzta. Esta empresa es el principal fabricante de pan congelado del mundo, proveyendo a clientes de gran tamaño como McDonald's. Sin embargo, no tiene una familia de referencia en el accionariado. Así, en los últimos años ha logrado márgenes más reducidos que sus competidores y ha contraído niveles de deuda demasiado altos. Con todo ello, la posición de líder y la confianza en el equipo directivo llevó a Cobas a tomar posiciones en este valor.

Tal era la confianza en este valor, que aumentaron posiciones hasta convertirse en accionistas mayoritarios con cerca de un 15% de las acciones a través de sus fondos.

Sin embargo, tenían ciertas discrepancias con la dirección de la compañía, pues estos últimos pensaban que era necesario realizar una ampliación de capital para reducir deuda.

La situación no beneficiaba a los accionistas, pero finalmente se produjo y durante 2018, Aryzta provocó una caída del 11,7% en la cartera internacional debido al desplome en Bolsa. (Cobas Asset Management 2018)

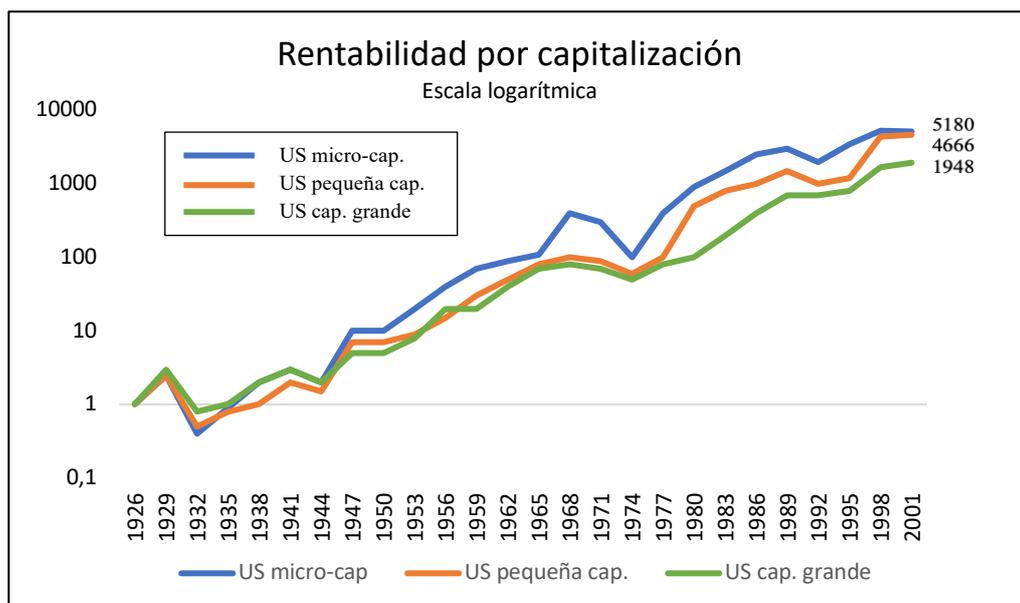
4.2. Factores diferenciales entre las empresas familiares para su selección como inversión

Habiendo anteriormente explicado cuales son los aspectos más destacados que los inversores en valor buscan en las empresas familiares, ahora se procederá a analizarán los factores que influyen en diferencial de rentabilidad entre empresas familiares a través del binomio rentabilidad-riesgo.

4.2.1 Tamaño de las empresas medido por la capitalización bursátil

Independientemente del sistema de accionariado de las compañías, las empresas de pequeña capitalización son históricamente más rentables que las de mayor capitalización, tal y como se ilustra en el Gráfico 9, donde compara la rentabilidad de las empresas en Estados Unidos basados en su tamaño desde el 1926 hasta el 2001.

Gráfico 9: Rentabilidad Histórica por capitalización bursátil

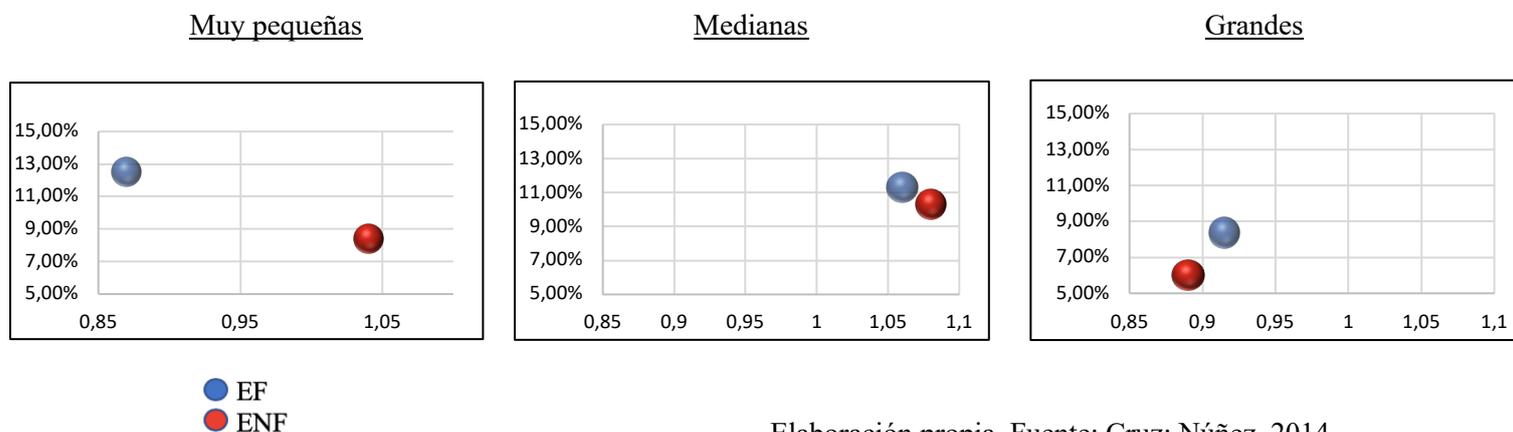


Elaboración propia. Fuente: Money Stock Exchange

En Miralles, Miralles, Lisboa, (2012) se estudia el comportamiento relativo de las compañías familiares contra las no familiares en función del tamaño, y demuestra que para un universo de cotizadas de la bolsa española entre el 1999 y el 2008, las empresas familiares pequeñas obtienen un diferencial de rentabilidad del 4,4% sobre las no familiares de pequeña capitalización. Sin embargo, en el caso de las grandes, el diferencial es tan sólo del 1,9%.

En otro estudio (Cruz; Núñez, 2014) también se observa como en las compañías pequeñas (en este caso de capitalización bursátil menor que 350 millones de euros) el 40% de las empresas son familiares, mientras que en las grandes (aquellas de más de 3.300 millones de euros) lo son únicamente un 18%.

Gráfico 10: Rentabilidad - Riesgo por tamaño



Elaboración propia. Fuente: Cruz; Núñez, 2014

En el Gráfico 10 se observa como en los años 2001-2010 las cotizadas familiares pequeñas logran una rentabilidad del 12,5% comparado con aproximadamente un 8,5% de las grandes, con una beta muy inferior de entre 0,85 y 0,90 frente a casi un 1,05 de las medianas

Sin embargo, cabe destacar que en las grandes a pesar de que la rentabilidad es de nuevo mayor, en algo más de un 2%, la beta es ligeramente menor en el caso de las no familiares. Esto puede deberse a que en las empresas de gran tamaño es más difícil que haya

movimientos bruscos en los precios, puesto que haría falta un alto nivel de volumen de compraventa de acciones.

Por tanto, para la muestra utilizada en este estudio se obtiene que las empresas familiares pequeñas son las que mayor retorno proporcionan y las de menor volatilidad, y que medida que ganan tamaño, pierden rentabilidad.

Por último, según Villalonga (2006), las empresas familiares son por lo general más pequeñas que las no familiares. Así, tras ver que las familiares son más rentables, y que dentro de las familiares las pequeñas son más rentables, se puede esclarecer que las empresas familiares pequeñas pueden ser la mejor inversión para los gestores que siguen la filosofía valor.

Dado que el universo de empresas que son consideradas en esta investigación son cotizadas, prácticamente todas tienen presencia internacional.

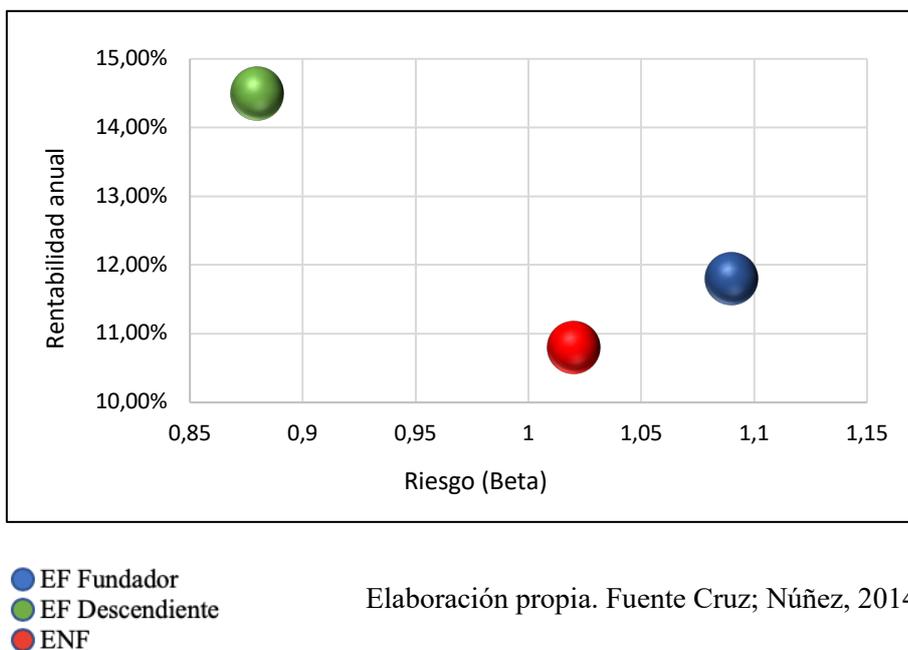
Con estos datos, entre las 250 multinacionales familiares más grandes del mundo por volumen de ventas, destaca que el 48,4% procedan de Europa y el 25,2% de América del Norte. Además, el 24,4% de ellas tiene presencia en más de 100 países. (Multinational Family Business, 2014)

4.2.2. Influencia del número de generaciones

Por lo general, las empresas de primera generación tanto el control como la propiedad recaen sobre una persona. De esta manera, hasta que no se incorpora la segunda generación, no se suele ver personas ajenas a la familia, bien sea en el control o como accionistas minoritarios tras una salida a bolsa. (Davis y Haverston, 1999).

En el gráfico 11 se ilustra una comparativa del binomio rentabilidad/riesgo para las empresas familiares en presencia del fundador, con un descendiente a cargo y las no familiares.

Gráfico 11: Rentabilidad-Riesgo por presencia de fundador



Como se puede observar en este gráfico, hay una gran diferencia tanto de rentabilidad como de riesgo entre las empresas familiares con el fundador, con los descendientes y con no familiares.

Así, existe una clara relación entre la rentabilidad de una empresa familiar y la generación a cargo de la empresa. En aquellas donde el fundador está presente presentan una rentabilidad menor que en las que los descendientes han tomado ya las riendas de la compañía (Cruz; Núñez, 2014).

En primer lugar, las compañías con familiares a partir de la segunda generación en el control logran una rentabilidad del 14,5% anual entre los años 2001 y 2010 con una beta inferior al mercado del 0,9, mientras que aquellas en las que aún continúa el fundador en el control tienen mayor riesgo sistemático que el mercado con una beta cercana al 1,1.

Por otro lado, las no familiares no solo logran casi un 4% menos de rentabilidad, sino que también provoca una mayor volatilidad ligeramente mayor que las del mercado.

Esto se puede deber a que se requieren años para ganar tamaño y presencia internacional. Es por ello por lo que en muchas compañías no es hasta la segunda generación cuando deciden hacerse públicas.

Es el caso de Ferrovial, cuando no es hasta 1992, 40 años después de su fundación cuando decide salir a bolsa, coincidiendo con el nombramiento de Rafael del Pino Calvo-Sotelo, hijo del fundador, como Consejero Delegado de la compañía. (Ferrovial, 2019)

Otro ejemplo es Acciona, empresa española referente en infraestructuras y construcción que comenzó en 1931. Fue fundada por José Entrecanales Ibarra, quién comenzó el proceso de expansión con pequeños proyectos en Sudamérica. En 1970 se produjo el primer salto generacional, siendo sus hijos José María y Juan los encargados de la gestión. Fueron ellos quienes llevaron la empresa a ser un referente internacional hasta hacerla pública en 1997. Durante esta etapa se llevó a cabo una gran labor de diversificación y expansión a la mayoría de los países del mundo.

Ya en 2004, se dio la segunda sucesión del control a José Manuel Entrecanales, hijo del último presidente. Sin embargo, la estrategia ha cambiado. Puesto que sabían que el proceso de expansión había alcanzado un límite ya insostenible, se optó por centrar su estrategia en la concentración del negocio en tres áreas: infraestructuras, energía y agua. (Acciona, 2019).

Acciona es un claro ejemplo de como los relevos generacionales son beneficiosos para las empresas y como pueden obtener mejores rentabilidades tras procesos de expansión, siempre y cuando se haga una labor de formación a los sucesores. Cabe destacar la astucia del actual presidente de Acciona, al darse cuenta de que no se puede seguir creciendo indefinidamente, y es preferible centrarse en algunas áreas concretas.

Un ejemplo de las pocas compañías que han logrado estar en la primera generación es Inditex, donde Amancio Ortega sigue como principal accionista, a pesar de haber pasado el testigo de la gestión a Pablo Isla.

Además, Berkshire Hathaway, el holding empresarial de Warren Buffet, ha logrado estar en el top 10 de mayores empresas del mundo por capitalización bursátil.

En esta ocasión, Warren Buffet no funda Berkshire Hathaway como tal, sino que comienza comprando acciones al considerar esta empresa, que hasta el momento se dedicaba a fabricación industrial, como una buena oportunidad de negocio. Llegado el momento, se hace con el control de la empresa y comienza a diversificar su negocio adquiriendo nuevas empresas hasta formar un holding empresarial que valen cerca de 500 billones de dólares.

El mérito reside no sólo en sus excelentes capacidades como inversor, sino que en la actualidad sigue como presidente de la compañía a sus 88 años. (Hagstrom, 2001)

Por último, si nos centramos en las 250 mayores empresas familiares del mundo por volumen de ventas a fecha 2013, encontramos que el 46% de ellas se encuentran ya de la tercera generación en adelante. Sin embargo, la generación más frecuente es la segunda, con el 43,6% de las empresas. (Multinational Family Business, 2014)

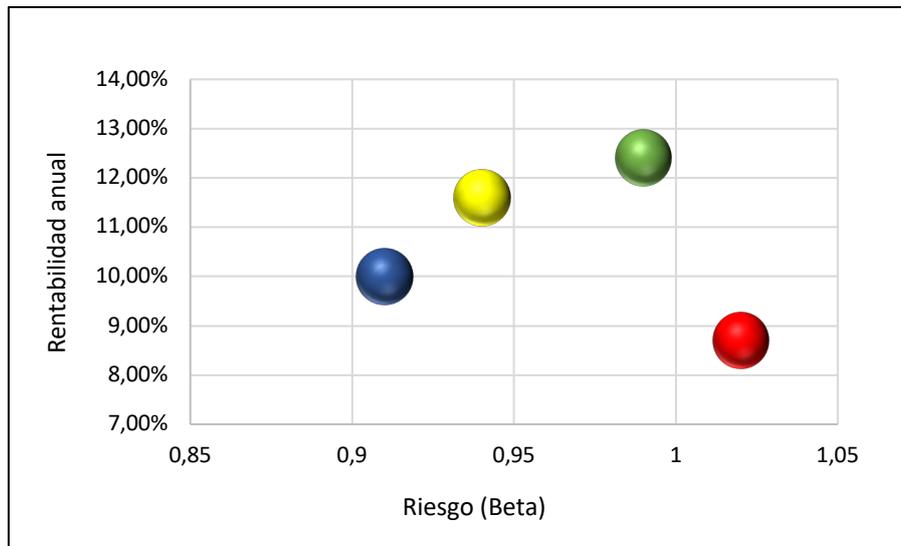
Esto demuestra que es de extrema dificultad que el fundador logre llevar la compañía a niveles de referente mundial.

4.2.3. Distribución del capital

En este apartado vamos a analizar la distribución del capital desde dos puntos de vista: en primer lugar, cómo afecta la distribución del capital del accionariado al binomio rentabilidad-riesgo y en segundo lugar cómo influyen los problemas de agencia en la gestión y la rentabilidad.

De esta manera, en el gráfico 12 se ilustra la comparativa de rentabilidad-riesgo para las empresas familiares donde la familia posee entre un 20-40% de las acciones, las que poseen entre un 40-60%, las que tienen más de un 60% y por último con las no familiares.

Gráfico 12: Rentabilidad - Riesgo por distribución del accionariado



- EF > 60%
- EF 40 - 60%
- EF 20 - 40%
- ENF

Elaboración propia. Fuente: Cruz; Núñez, 2014

Como se puede observar, las no familiares tienen menos rentabilidad y más riesgo sistemático que cualquier tipo de familiar ya que logran un 8,70% de retorno con una beta de 1.02, ligeramente por encima que la de mercado.

Sin embargo, el objetivo de este apartado es sobre todo analizar las diferencias entre los diferentes tipos de empresas familiares en función al porcentaje de acciones en manos de la familia. La muestra es todas las empresas familiares no financieras Reino Unido, Francia, Italia, Alemania, España y Suiza, puesto que en el resto de los países europeos no hay suficientes empresas que cumplan con los requisitos.

Así, el gráfico muestra como cuantas más acciones tiene la familia, mayores rentabilidades se logran, hasta llegar a un punto, entre el 40 y el 60%, donde comienza a ser contraproducente y los retornos descienden de un 12,40% hasta un 10%. Esto puede resultar como consecuencia de que se llega a una estructura óptima entre patrimonio y deuda y entre accionistas mayoritarios y minoritarios, donde la empresa se beneficia del efecto apalancamiento en la rentabilidad.

En términos de riesgo sistemático, el caso de menor beta es en el que la familia posee más de un 60% con un 0,91. Esto puede deberse a que hay menor cantidad de acciones en circulación y un porcentaje de capital más alto, donde se depende menos de agentes externos.

Anderson y Reeb (2003) corroboran esta teoría y en su estudio observan que la concentración accionarial en manos de la familia no mitiga los resultados obtenidos por estas.

Además, Martikainen, Nikkinen y Vähäaa (2009) sugieren que la presencia de la familia en la propiedad aumenta la eficiencia en términos productivos, y como consecuencia, los resultados empresariales.

Es en este punto donde pueden aparecer los problemas de agencia, que son aquellos conflictos que surgen entre directivos y accionistas de una misma empresa, como consecuencia de que los directivos actúen y tomen decisiones en favor de sus propios intereses y no los del accionista. (González, Guzmán, Pombo, Trujillo, 2010).

En este sentido, existe diversa literatura (McConaughy, Walker, Henderson y Mishra, 1998), (Andres, 2008) que apunta a que el papel de la empresa en el accionariado no resulta tan determinante como el papel de esta en el control y la dirección. De esta forma, entre las familiares, aquellas en las que el máximo directivo es un miembro de la familia obtienen rendimientos más elevados. Esto puede deberse a que se elimina el problema de agencia, puesto que directivos y accionistas buscan lograr los mismos objetivos.

Por el contrario, evitar los problemas de agencia mediante la asignación del máximo directivo de una compañía a un miembro de la familia puede provocar consecuencias negativas. Cuando entran en juego asuntos como mantener el legado familiar, se puede pecar de querer mantener empresas que se encuentran en pérdidas, en negocios obsoletos o en problemas de liquidez que requieren la entrada de acreedores y una posible pérdida de control olvidándose así, del principal objetivo, que es maximizar el valor de la empresa. (Bertrand, Shcoar, 2006).

5. Conclusión

Existe mucha literatura que analiza tanto las empresas familiares, bien sean públicas como privadas, como los inversores en valor. Así, ha sido en el estudio de estos inversores donde he podido identificar a las empresas familiares como una oportunidad de inversión que ofrece ventajas como la eliminación del problema de agencia.

En la primera parte el trabajo, se ha definido a las empresas familiares a través de varias dimensiones disponibles y mucha de la literatura que hay al respecto. Con todas las definiciones resulta coherente resaltar la visión de largo plazo, la prudencia y la importancia del legado familiar como principales aspectos que estas tienen en común.

Después, tras centrarnos en aquellas que cotizan en Bolsa por su relevancia en el trabajo y algunas de las características, se puede concluir que las empresas familiares obtienen más rentabilidad que las no familiares, tanto en términos bursátiles como de ROE con muestras de diferentes países como Alemania, España o Estados Unidos. Además, son capaces de lograr estas rentabilidades con un menor riesgo sistemático medido por la Beta, con una media de 0,96 comparado con un 1,02 de las no familiares para el mercado europeo.

En la segunda parte del trabajo, hemos concluido que los inversores en valor han obtenido por lo general rentabilidades mayores que las del mercado a lo largo de los últimos casi 100 años, desde el creador de esta filosofía Benjamin Graham a principios de la década de 1930. Cabe destacar de este apartado las rentabilidades obtenidas por Warren Buffet en los más de 50 años que lleva invirtiendo a través de esta filosofía, y que ha influido a muchos, entre ellos el gestor de referencia en España, Francisco García Paramés.

Una vez identificado el marco teórico de empresas familiares e inversores en valor, se analizan cuáles son las razones para elegir una empresa familiar como inversión, y los factores que contribuyen a las diferencias de rentabilidad entre estas.

Así, a través de una entrevista con un miembro de Cobas Asset Management, hemos podido extraer que el principal atractivo que tienen las empresas familiares para estos inversores es la eliminación de los problemas de agencia. Buscan por tanto empresas donde sean co-accionistas con el equipo directivo para asegurarse el máximo beneficio. El hecho de que tengan un peso del 70% en su cartera confirma que las empresas familiares juegan un papel fundamental en las estrategias de inversión en valor.

A continuación, se realiza un análisis para explicar los factores que marcan la diferencia a la hora de elegir entre las familiares.

En primer lugar, se puede sustraer que las familiares pequeñas son las más rentables, y a medida que ganan tamaño, van perdiendo rentabilidad. Sin embargo, las medianas son las que más riesgo sistemático tienen, pues son la únicas que superan la media del mercado, marcada en 1.

En lo que se refiere al número de generaciones, las que mayor retorno logran son las que se encuentran en manos de los descendientes, especialmente la segunda generación, pues son por lo general los encargados de la expansión internacional.

Respecto a la distribución del capital, se observa que las empresas que tienen entre un 40 y un 60% del total de acciones son las más eficientes en términos de rentabilidad – riesgo. A partir de ese punto resulta contraproducente aumentar la participación.

BIBLIOGRAFÍA

Abad, J.M., (2014). *El Value Investing Como Método De Selección De Inversiones El caso español: Bestinver*. Trabajo de Fin de Grado. Universidad Pontificia Comillas, Madrid

Allouche, J. & Amann, B., (1999). *La confiance: une explication des performances des entreprises familiales*. Cahiers du Larego.

Anderson, R., Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P500. *Journal of Finance*. 58, 1301-1327.

Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance: an empirical examination of founding-family ownership. *The Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445.

Applegate, J. (1994). Keep your firm in the family. *Money*, 23, 88-91.

Beckhard, R., & Dyer, W. G. (1983). *Managing continuity in the family-owned business*. Organizational Dynamics, 5-12

Bertrand, M., Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*. 20 (2), 73-96.

Bierig, R.F. (2000). The evolution of the idea of “Value Investing”: From Benjaim Graham to Warren Buffet. *Duke Journal of Economics*, 12.

Bolton, P., & Von Thadden, E.-L. (1998). Blocks, Liquidity, and Corporate Control. *The Journal of Finance*, 1-25.

Buffet, W. (1984). The superinvestors of Graham-and-Dodsville. Hermes, *Magazine of Columbia Business School*.

Cabrera, M. K. (1998). *Factores determinantes del éxito y fracaso del proceso de sucesión en la empresa familiar*. Tesis doctoral. Departamento de Economía y Dirección de Empresas. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

Chicharro, M.A. (2014). *Valoración de una salida a bolsa: El caso de Mercadona S.A.* Trabajo de Fin de Grado. Madrid: Universidad Pontificia Comillas.

Colli, A. (2012). Contextualizing performances of family firms: the perspective of business history. *Family Business Review*, 25(3), 243-257.

Cruz, C. y Núñez, L. (2014). *El "Family Premium En la Empresa Cotizada Europea. II* Estudio Banca March – IE.

Davis, J. A., & Tagiuri, R. (1994). *The advantages and disadvantages of the family business*. Iowa, Estados Unidos: Kendall/Hunt Publishing company.

Davis, P. y Harveston, P. (1999). In the Founder's Shadow: Conflict in the Family Firm. *Family Business Review* 12(4).

Draho, J. (2004). *The IPO decision. Why and How do Companies go public*. UK: Edward Elgar

Dyer, W. G. (1986). *Cultural change in family firms: Anticipating and managing business and family transitions*. San Francisco: Jossey-Bass

Gallego, I. (2012). La empresa familiar. Su concepto y delimitación jurídica. *Cuadernos de reflexión de la cátedra prasa de empresa familiar*. Universidad de Córdoba.

García, F. (2016). *Invirtiendo a Largo Plazo*. España. Grupo Planeta.

Gitman, L. (2003). *Principios de Administración Financiera*. México: Pearson Educación.

González, M., Guzmán, A., Pombo, C., Trujillo, M.A. (2010). *Empresas Familiares. Revisión de la literatura desde una perspectiva de agencia*. Bogotá: Facultad de Administración de los Andes.

Gracia, N., Gacitúa, H. (2015). *Determinantes de la decisión de salir a Bolsa para empresas en Chile*. Universidad de Chile.

Graham, B. (2003). Security Analysis for the Lay Investor. In J. Zweig (Ed.) *The Intelligent Investor*. (pp. 302-309). Nueva York: HarperCollins Publisher.

Graham, B., Dodd, D. (1934). *Security Analysis*. Estados Unidos: The McGraw Hill Companies.

Greenwald, B., Sonkin, J., Van Biema, M. (2001). *Value Investing. From Graham to Buffet and Beyond*. EEUU: John Wiley and Sons.

Greenblatt, J. (2006). *The Little Book That Beats the Market*. New Jersey: John Wiley and Sons.

Hagstrom, L. (2001). *The Essential Buffet. Timeless Principles for the New Economy*. Nueva York. John Wiley and Sons.

Kachaner, N., Stalk, G., Bloch, A. (2012). What You Can Learn From Family Business. *Harvard Business Review*.

Kwag, S, Lee, S. (2006). Value Investing and the Business Cycle. *Journal of Financial Planning*. Financial Planning Association.

Maksimovic, V., Pichler, P. (2015). Technological Innovation and Initial Public Offerings. *The Review of Financial Studies*. 14(2). 459-494.

- Martikainen, M., Nikkinen, J. y Vähäää S. (2009). Production functions and productivity of family firms: Evidence from the S&P 500. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 295-307.
- McConaughy, D., Walker, M., Henderson, G., Mishra, C. (1998). Founding-family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics*. 7(1), 1-19.
- Mínguez, A., y Martín, J. (2004). Concentración Accionarial y Liquidez de Mercado. Un Análisis con Ecuaciones Simultáneas. *Revista de Economía Financiera* 4, 8-31.
- Miralles, J.L., Miralles, M.M., Lisboa, I. (2012). Empresa familiar y bolsa: análisis de rentabilidad y estrategias de inversión. *Revista Española de Finanzas y Contabilidad*. 155 (41).
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 433-443
- O'Shaughnessy, J. (2012). *What works on Wall Street*. Nueva York: McGraw Hill.
- Porter, M. (1998). *Competitive Strategy*. Nueva York: Free Press.
- Prosegur. (2017). *Offering 375,000,000 ordinary shares of PROSEGUR CASH, S.A.*
Prospectus
- Ramezani, C., Soenen, L., Jung, A. (2002). Growth, Corporate Profitability and Value Creation. (Versión Electrónica). *Financial Analysts Journal*. 56-67.
- Rienda, L., Calver, E., Quer, D. (2006). *International Commitment of Spanish family firms: some influential factors*. Toulouse: Universidad de Alicante.
- Rus, S.; Rodríguez, M. P. (2005). *¿Qué es una empresa familiar? Manual de la Empresa Familiar*. Barcelona: Ediciones Deusto.

Schumacher, A. (2015). *Éxito en la sucesión de empresas familiares. Factores de influencia*. Tesis Doctoral. Universidad de la Rioja.

SHARPE, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*. Pp.: 425-442

Solactive AG (2015). *Solactive Global Family Owned Companies Index Guideline*.

Soler, P. (2014). *Métodos de Valoración de Empresas*. Universidad Pontificia Comillas. Madrid

Tapia, M. (2018). *Análisis De La Economía Española Y Su Relación Con El Ibex 35*. Trabajo de Fin de Grado. Universidad de Valladolid. Segovia.

Villalonga, B., y Amit, R. 2006. How Do Family Ownership, Control, and Management affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80. 385-417.

Ward, J. L. (1987). *Keeping the family business healthy: how to plan for continuing growth, profitability and family leadership*. San Francisco: Jossey-Bass.

WEBGRAFÍA

Acciona Página Principal: Historia. Sacado el 5 de marzo de 2019. URL:
<https://www.acciona.com/es/sobre-acciona/historia/>

AzValor A.M. Página Principal. Sacado el 28 de mayo de 2019. URL:
<https://www.azvalor.com/#>

Bestinver Página Principal. Sacado el 28 de mayo de 2019. URL:
<https://www.bestinver.es/sobre-nosotros/bestinver/>

Buffet, W. (1998). *Berkshire Hathaway Annual Report.* Sacado el 2 de junio de 2019.
URL:
<http://www.berkshirehathaway.com/reports.html>

Buffet, W. (2013). *Berkshire Hathaway. Annual Reports.* Sacado el 29 de mayo de 2019.
URL:
<http://www.berkshirehathaway.com/reports.html>

Cobas A. M. (2018). *Comentario Cuarto Trimestre 2018.* Sacado el 2 de junio de 2019.
URL:
https://www.cobasam.com/wp-content/uploads/CAM_Comentario__4T_2018.pdf

Cobas A. M. Página Principal. Sacado el 28 de mayo de 2019. URL:
<https://www.cobasam.com/es/fondos/?param=seleccion>

Durán, C. (2017). *El crecimiento orgánico de un negocio.* Forbes. URL:
<https://www.forbes.com.mx/el-crecimiento-organico-de-un-negocio/>

Ferrovial Página Principal: Historia. Sacado el 5 de marzo de 2019. URL:
<https://www.ferrovial.com/es/compania/historia/>

García, F. (15 de febrero 2019). Tercera Conferencia Anual de Inversores. *Cobas Asset Management*. Sacado el 28 de mayo de 2019. URL:

<https://www.cobasam.com/es/>

Gráfico 6: *Money Stack Exchange*: Sacado el 22 de mayo de 2019. URL:
<https://money.stackexchange.com/questions/47496/what-evidence-or-research-suggests-that-mid-or-small-capitalization-stocks-shou>

Inditex. (2018). *Informe Anual 2017*. Sacado el 3 de marzo de 2019. URL:

<https://www.inditex.com/documents/10279/561548/Informe+Anual+de+Gobierno+Corporativo+de+Inditex+2017/291bb316-e89f-fc9b-4d7a-da83e39259dd>

Market Folly (2016). *Quaero Capital's 2 Ideas at London Value Investor Conference*.

Sacado el 2 de marzo de 2019. URL:

<https://www.marketfolly.com/2016/06/quaero-capitals-2-ideas-at-london-value.html>

Morningstar. Magallanes Value Investors. Sacado el 28 de mayo de 2019. URL:

<http://www.morningstar.es/es/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F00000V7MQ>

Multinational Family Business. The top 250. Sacado el 2 de marzo de 2019. URL:

<http://www.multinationalfamilybusiness.com/#top250>

Prosegur. Gobierno Corporativo. Sacado el 5 de marzo de 2019. URL:

http://www.prosegur.com/accionistas_inversores/gobierno_corporativo/consejo_de_administracion_y_comisiones_delegadas

ANEXO

Entrevista Telefónica Cobas Asset Management

Pregunta: Sabiendo el gran interés que ustedes tienen por las empresas familiares, ¿qué aspectos son los que más valoran y diferencian del resto?

Respuesta: La principal ventaja de estas empresas es la alineación de intereses que se produce entre directivos y accionistas. Saber que el equipo directivo se juega su dinero y reputación igual que tú da una tranquilidad extra que otras empresas no proporcionan.

P. Por tanto, ¿cuáles diría que son las características que tiene ambos en común?

R. Ambos buscamos la maximización del valor de la empresa, pero sin prisa. Buscamos empresas que lleven a cabo estrategias conservadoras y prudentes, que piensen en el accionista y en el largo plazo. No nos importa que presenten cuentas trimestrales un poco peores, siempre y cuando sepamos que los problemas son coyunturales y las estrategias que lleven a cabo sean las correctas.

P. De hecho estas situaciones son ideales en el mercado, ¿no?

R. Sí, encontrar empresas de calidad que pasan por situaciones de problemas temporales y su cotización se ha visto excesivamente perjudicada por esto es lo ideal.

P. Respecto a los fondos, ¿qué peso tienen ahora mismo las empresas familiares en cartera?

R. En nuestra cartera internacional pesan aproximadamente un 70%, siendo Asia la región con más empresas familiares, pues pesan alrededor de un 85%.

P. Por último, ¿me podría decir algún caso de éxito donde la familia haya ayudado a la consecución de objetivos?

R. En la actualidad, Samsung Electronics es una empresa familiar en la que estamos invertidos, donde vemos una clara alineación de intereses. De casos pasados, BMW puede ser el más destacado. La situación en la que afrontó la crisis nos dio mucha tranquilidad y tuvo un peso muy importante en estos tiempos.

P. Y de errores de inversión donde no había una familia, imagino que Arysza puede ser la más reciente, ¿verdad?

R. Sin duda, confiábamos mucho en el equipo directivo, puesto que habíamos invertido anteriormente en empresas que gestionaban, pero al no haber una familia o dueño de referencia, no buscaron beneficiar al accionista. No lo consideramos un error de inversión per se, pues veíamos potencial, pero pensamos que no iban a acabar haciendo la ampliación de capital.

P. Muchísimas gracias por todo, ha sido de una gran ayuda.

R. De nada, un saludo.