¿Existe un
«family premium»

EN LA EMPRESA COTIZADA CHINA?

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M.
BancaMarch

Índice:

Prólogos 4

Entidades 6

Infografía 7

Resumen ejecutivo 12

Introducción 14

El mercado cotizado en China 17

Datos del estudio y definición de *empresa familiar* 23

Importancia y evolución de la empresa familiar cotizada china 26

Radiografía de la empresa familiar cotizada china 30

Rentabilidad de la empresa familiar cotizada china 39

- Medidas de rentabilidad contables (ROA, ROE, ROCE Y ROIC) 40
- Medidas de rentabilidad bursátil 41
- Medidas de valoración (PER Y EV/EBIT) 43
- Valor económico agregado (EVA) 45
- ¿Existe el «*family premium*» para los distintos tipos de empresa familiares? 45

¿Qué empresas familiares tienen una mayor rentabilidad bursátil? 47

- ¿Qué tienen en común las empresas familiares del *top* 100? 48

Grandes desafíos de la empresa familiar cotizada china 54

- El impacto del COVID-19 55
- El reto de la transición generacional 58
- El reto de la sostenibilidad 60

ie UNIVERSITY CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS | MARCH A.M. BancaMarch

Índice:

Conclusiones 65

Anexos 67

Anexo 1. *Top* 100 de las empresas familiares cotizadas chinas por capitalización bursátil, 2020 68

Anexo 2. Deuda sobre activos por industria para la empresa familiar vs. la no familiar cotizadas chinas, 2020 70

Anexo 3. Modelo de predicción que estima el efecto de la propiedad familiar sobre la rentabilidad 71

Anexo 4. Medidas de rentabilidad contables por industria para la empresa familiar vs. la no familiar cotizadas chinas, 2020 72

Anexo 5. PER por industria para la empresa familiar vs. la no familiar cotizadas chinas, 2020 76

Anexo 6. Análisis de sensibilidad para el EVA, 2005-2020 77

Anexo 7. EVA por industria para la empresa familiar vs. la no familiar cotizadas chinas, 2020 78

Anexo 8. *Top* 100 de las empresas familiares cotizadas chinas con mayor rentabilidad bursátil media anual, 2016-2020 79

Anexo 9. Fórmulas para el cálculo de ratios 81

Anexo 10. Estimación del EVA (valor económico agregado) 82

Glosario 83

Índice de gráficos y tablas 84

Autoras 89

ie UNIVERSITY CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M. BancaMarch

Prólogos

Las cualidades de las compañías familiares (visión a largo plazo, lealtad, motivación, bajo endeudamiento…) hacen que se comporten mejor en momentos de crisis económica, característica que queremos incorporar a nuestro fondo para que, a largo plazo, generen una mejor rentabilidad que sus comparables no familiares.

Este tipo de compañías, abundantes en Europa (Alemania, Italia, Suiza, Francia o España, en especial), suelen estar concentradas en los sectores de consumo e industria y son la principal fuente de empleo en las diferentes economías, ya que suelen ser intensivas en capital humano.

La sólida experiencia del Grupo Banca March como empresa familiar, además de inversor, con un largo y exitoso historial, avala esta tesis. Y precisamente apoyándonos en esta tesis de inversión, March Asset Management, SGIIC, SAU, lanzó, en el año 2012, March International – The Family Businesses Fund, poniendo a disposición de sus clientes su experiencia como grupo familiar y ofreciéndoles la oportunidad de invertir en compañías familiares cotizadas a nivel global a través de un fondo de inversión luxemburgués.

Ahora, de la mano del IE Center for Families in Business, reforzamos la mencionada tesis de inversión con un análisis que creemos del máximo interés en el ámbito inversor, ya que se centra en la economía de mayor crecimiento en las últimas décadas —la del Gigante Asiático—: el informe ¿Existe un "family premium" en la empresa cotizada china?

La experiencia del IE Center for Families in Business proporciona, en este estudio pionero, la oportunidad de profundizar en el comportamiento de la empresa familiar cotizada china en los mercados, Shanghái y Shenzhen. Se trata de compañías relativamente jóvenes —con una media de 20 años—, que afrontan su primer cambio generacional y compiten en un entorno empresarial nuevo marcado por la alta volatilidad y la intervención estatal, y que están mostrando que, en el período analizado —2005 a 2020—, su rentabilidad supera la de las no familiares de forma notable, lo que permite concluir que parece existir un "family premium" en la empresa cotizada china.

Queremos aprovechar estas líneas para agradecer la labor del equipo de IE Center for Families in Business que ha participado en la investigación. Este estudio nos ofrece la oportunidad de conocer más de cerca aspectos inéditos de un mercado de máxima relevancia como es el de China y, además, de una forma que nos brinda un mayor conocimiento para seguir apostando por la empresa familiar.

Con la confianza de que el informe le resulte de interés, reciba un cordial saludo:

March Asset Management,
SGIIC, SAU

En 2012, IE University y Banca March, dos entidades comprometidas con las empresas familiares, unieron sus esfuerzos para explorar si las ventajas inherentes a estas compañías se reflejaban en una mayor rentabilidad de sus acciones en bolsa, lo que denominamos «*family premium*». Para el primer estudio, elegimos la bolsa europea, donde aproximadamente el 30% de las empresas eran de propiedad familiar, muchas de ellas con un legado que abarcaba varias generaciones. Los resultados del informe confirmaron una mayor rentabilidad en las empresas familiares europeas cotizadas en comparación con las no familiares. En 2015, un nuevo informe de IE University – Banca March confirmaba la existencia de este «*family premium*» en la bolsa estadounidense.

Casi 10 años después, ambas instituciones han vuelto a colaborar para analizar la posible existencia de este «*family premium*» en un contexto muy diferente: los mercados cotizados chinos. Utilizando una exhaustiva base de datos, hemos llevado a cabo un análisis detallado de más de 4000 empresas a lo largo de un período de 15 años, marcando así un hito en la investigación longitudinal sobre empresas familiares en el contexto bursátil chino.

Un primer dato que aporta este estudio, quizá sorprendente para el lector, es que las empresas familiares en las bolsas de Shanghái y Shenzhen representan más del 65% del total, un porcentaje considerablemente superior al de la bolsa europea. También es notable la juventud de estas compañías, muchas de las cuales tienen menos de 20 años de existencia y acaban de salir a bolsa. A pesar de estas diferencias, nuestros resultados revelan de manera contundente la existencia de un «*family premium*» en la bolsa china, sugiriendo que las ventajas que aporta la propiedad familiar se reflejan incluso en un contexto tan distinto que, a veces, no es tan favorable a la propiedad privada. Sin embargo, es importante tener en cuenta que este mayor rendimiento está acompañado de una mayor volatilidad, lo que subraya la necesidad de comprender las particularidades de estas compañías para una toma de decisiones informada que limite riesgos.

Invitamos al lector a sumergirse en un viaje a lo largo de estas páginas, donde descubrirá no solo datos y cifras sobre las empresas familiares cotizadas chinas, sino también historias empresariales de éxito y resiliencia. Desde compañías pioneras en la industria manufacturera hasta líderes en sostenibilidad, nuestro informe muestra cómo las empresas familiares chinas están escribiendo un capítulo único en la historia económica del gigante asiático.

Cristina Cruz
Profesora, IE University
Directora, IE Center for Families in Business

Entidades

BANCA MARCH A.M.

En el año 2000 el Grupo Banca March crea su gestora de inversiones, March Asset Management, SGIIC SAU, *boutique* de inversión especializada en la asignación táctica de activos y selección de compañías.

En la actualidad, gestionamos activamente fondos temáticos innovadores, fondos de Renta Fija, fondos de Renta Variable, SICAVs Institucionales, soluciones luxemburguesas, mandatos a medida y productos de previsión (planes de pensiones, EPSVs).

La filosofía de inversión de March A.M. combina la creación de valor a largo plazo con la protección del patrimonio a través de la gestión activa.

Más información
Banca March A.M.
www.march-am.com

IE CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

IE Center for Families in Business es la iniciativa estratégica de Fundación IE y la apuesta diferencial de IE University para aportar valor a las familias empresarias. El Centro está constituido por un equipo de académicos internacionales que ofrecen investigación de vanguardia desde una perspectiva multidisciplinaria. La misión común es crear conocimiento puntero y de referencia a nivel mundial, apoyado en la experiencia práctica, en beneficio de los socios involucrados, de la comunidad IE y de la sociedad en su conjunto.

A través de nuestra investigación y de nuestra formación de prestigio damos prioridad a desarrollar y difundir los aspectos diferenciales de las familias empresarias y su esencia como institución de confianza, poniendo en valor su contribución a la sociedad. Sobre la base de esa singularidad llevamos a cabo investigaciones para ayudar a las familias empresarias a superar los tres principales retos a los que se enfrentan: el crecimiento, la cohesión y la transición generacional.

Más información
IE Center for Families in Business
https://familiesinbusiness.ie.edu/

FUNDACIÓN IE

Fundación IE es una organización sin ánimo de lucro que trabaja desde una perspectiva global para mejorar el impacto social de IE University gracias al apoyo de sus donantes y la colaboración con socios estratégicos. Tiene como finalidad contribuir a la mejora de la sociedad, fomentando los valores de Diversidad e Inclusión, Emprendimiento, Humanidades, Sostenibilidad e Innovación, mediante la promoción y participación en iniciativas destinadas a la mejora de la calidad de la educación y el desarrollo del talento, así como a la generación y divulgación del estado del arte del conocimiento.

Más información
Fundación IE
https://www.ie.edu/es/fundacion-ie

ESTE ESTUDIO EXAMINA LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS FAMILIARES EN EL MERCADO DE VALORES CHINO.

Se analizan:

- **4250** compañías
- Entre **2005 y 2020**

1 La bolsa china está dominada por **empresas familiares**, lo que refleja el crecimiento del sector privado del país.

2005 — **27 %** Empresas familiares

2020 — **67 %** Empresas familiares

El Estado posee en media el:

3,15 % de las compañías cotizadas familiares

31,49 % de las empresas no familiares, alcanzando hasta un 90 % en algunas

2 Las empresas familiares cotizadas chinas presentan características únicas.

Menor tamaño que el resto de las cotizadas

683 vs. 1030 millones USD

Son empresas jóvenes

24 años de media

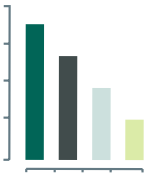
76 % están en manos de la **primera generación**

Fuerte presencia de la familia en puestos clave

89 % de los presidentes

55 % de los CEO

3 Existe un «*family premium*» en el mercado de valores chino: las compañías familiares son más rentables que las no familiares.



El ROA medio es del:

3,92 % Empresas familiares

2,89 % Empresas no familiares

Tasa de rentabilidad bursátil anual compuesta (CAGR)

41 % Empresas familiares

23 % Empresas no familiares

Mayor rentabilidad pero mayor volatilidad

30 % Empresas familiares

25 % Empresas no familiares

Las empresas familiares han creado más valor.

VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA)

39,42 Empresas familiares

18,50 Empresas no familiares

4 El «*family premium*» está liderado por un grupo de empresas

LAS *TOP* 100 *FAMILY* MÁS RENTABLES

Rentabilidad bursátil media anual:

50,49 %

ROA

5,59 %

RESTO DE EMPRESAS FAMILIARES

Rentabilidad bursátil media anual:

3,90 %

ROA

3,96 %

5 El tamaño de la empresa influye en el «*family premium*».

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL PROMEDIO

Las *top* 100 *family* más rentables

3488 millones USD

Resto de empresas familiares

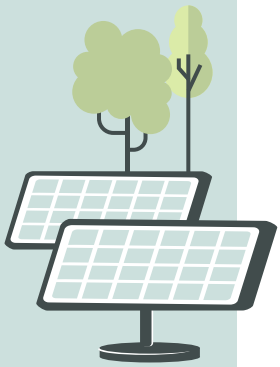
657 millones USD

Ejemplos de empresas *top* 100 *family*

SUNGROW POWER SUPPLY

Soluciones de energía renovable. Proporciona tecnologías innovadoras para optimizar la generación y gestión de energía limpia.

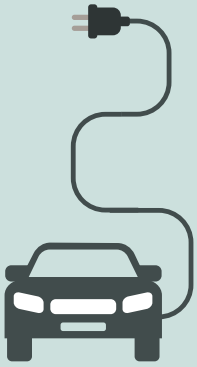
Año de fundación	1997
Sector	Energías renovables
Capitalización bursátil (2020)	14 746 millones de USD
Número de empleados (2020)	4492



BYD

Líder en la fabricación de automóviles eléctricos y baterías recargables para productos de consumo.

Año de fundación	1995
Sector	Automóvil
Capitalización bursátil (2020)	49 321 millones de USD
Número de empleados (2020)	224 280

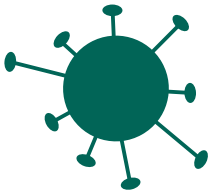


MIDEA GROUP

Fabricación y comercialización de electrodomésticos y equipos de climatización a nivel global.

Año de fundación	1968
Sector	Electrodomésticos
Capitalización bursátil (2020)	96 884 millones de USD
Número de empleados (2020)	149 239

6 La crisis del COVID-19 afectó negativamente a las empresas familiares.



EN EL AÑO 2021, DEJARON DE SER FAMILIARES EL **25 %** CON CAÍDAS BURSÁTILES DE:

Empresas familiares

Empresas no familiares

7 Las empresas familiares que sobrevivieron, enfrentaron la crisis con una mayor resiliencia.

2020-2021

INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS

4 % **AUMENTO** Empresas familiares

41 % **REDUCCIÓN** Empresas no familiares

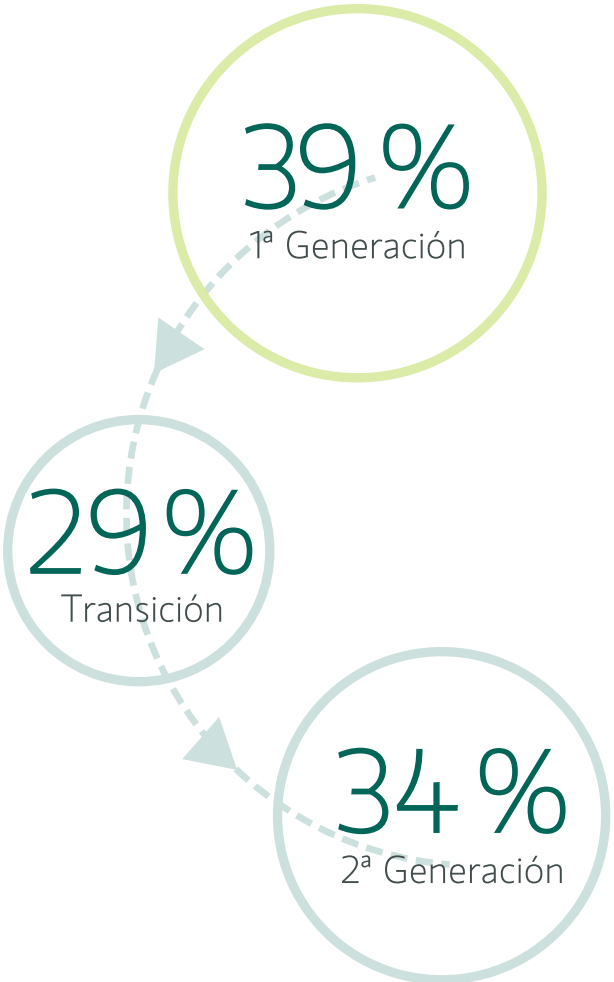
REDUCCIÓN Nº DE EMPLEADOS

3 % Empresas familiares

33 % Empresas no familiares

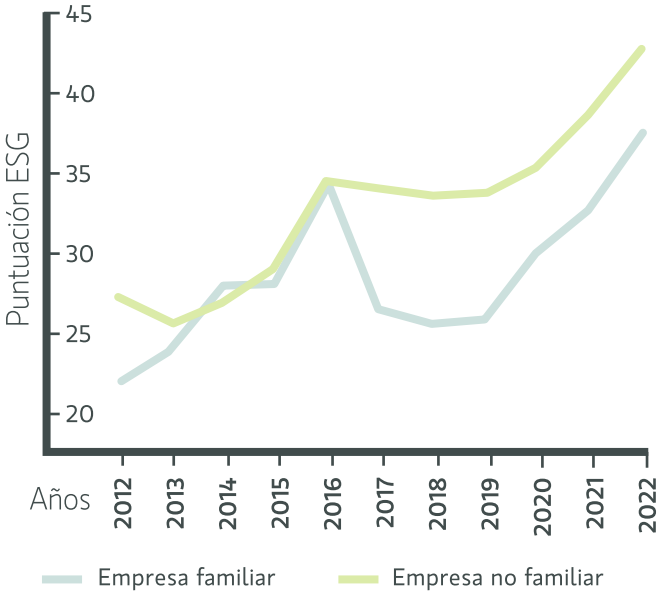
8 La transición generacional es un desafío para las empresas familiares.

El «family premium» es mayor en la 1ª generación con una rentabilidad bursátil anual compuesta (CAGR) de:



9 Las empresas familiares muestran menor desempeño en sostenibilidad.

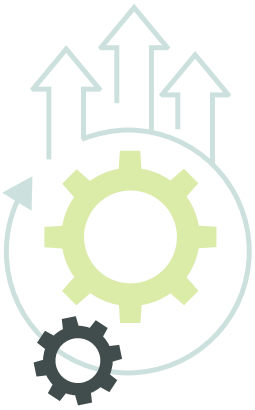
Sin embargo, **ambos tipos mejoraron** en la última década.



	Empresa familiar	Empresa no familiar
Refinitiv (media 2012-2022)	31,72	35,99

10

Las empresas familiares cotizadas muestran mejoras significativas en gobierno corporativo, a excepción de una mayor presencia de CEO duales.



MÁS

miembros independientes en el Consejo de Administración

2005 35,34 %

2020 38,73 %

MÁS

mujeres en puestos de CEO

2005 6 %

2020 16 %

MÁS

presencia de **CEO duales**

2005 16 %

2020 45 %

Los resultados sugieren que las empresas familiares cotizada chinas comparten una **visión a largo plazo similar a las de otros países.** Esto puede justificar la existencia de un ***«family premium»*** **y ofrecer oportunidades prometedoras** a los inversores.

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M.
BancaMarch

Resumen ejecutivo

Este estudio examina la **existencia de un *«family premium»* en el mercado de valores chino,** es decir, si las empresas controladas por un fundador o un grupo familiar son más rentables que el resto de las cotizadas en el gigante asiático. Para ello, se analizan, a partir de la base de datos CSMAR (China Stock Market & Accounting Research), **4250 compañías cotizadas** de las Bolsas de Shanghái y Shenzhen **desde 2005 hasta 2020.** Los principales resultados de este análisis son los siguientes:

1. La bolsa china es un mercado dual dominado, en la actualidad, por las empresas familiares (frente a las que presentan una relevante participación estatal), en línea con el desarrollo del sector privado en el país:

- En el año 2020, las compañías familiares representaban el 67 % del mercado, lo que supone un notable incremento respecto al 27 % registrado en 2005.
- En 2005, solo el 40 % de este tipo de empresas habían sido fundadas por sus actuales propietarios o sus familiares (frente a las también familiares surgidas a raíz de una privatización); ese porcentaje era del 80 % en 2020.
- De media, el Estado posee un 3,15% de las compañías familiares cotizadas chinas. Este porcentaje es mucho mayor en las no familiares, donde la participación estatal es, de media, de un 31,49%, llegando incluso al 90 % en algunas.

2. Las empresas familiares cotizadas chinas presentan características únicas:

- Tienen un **menor tamaño** que el resto de las cotizadas (683 millones de dólares estadounidenses frente a 1030 millones en capitalización bursátil media para el periodo analizado).
- Son **jóvenes** (24 años, de media, desde su creación) y la mayoría están en manos de la **primera generación** (76 %).
- Registran una **fuerte presencia de la familia** en puestos de gestión clave: en el 89 % de ellas, el presidente es de la familia, y en el 55 %, el CEO es de la familia.

3. Existe un *«family premium»* en el mercado de valores chino: las compañías familiares son más rentables que las no familiares, a la luz tanto de indicadores contables como de mercado.

- El ROA (*return on assets* o 'retorno sobre activos') medio del periodo analizado es del 3,92 % para las empresas familiares y del 2,89 % para las no familiares.
- La tasa de rentabilidad bursátil anual compuesta (CAGR) para el periodo de la cartera de las compañías familiares fue del 41 %, frente al 23 % de las no familiares (ponderadas por capitalización bursátil).
- **Las empresas familiares han creado más valor durante el periodo objeto de estudio:** su valor económico agregado (EVA) es del 39,42, frente al 18,50 de las no familiares.
- Esta mayor rentabilidad viene acompañada de una mayor volatilidad (30 % para la empresa familiar, frente al 25 % de la no familiar), si bien **el riesgo de insolvencia es menor** en la familiar (medido por la fórmula Z-Altman).
- Aunque las diferencias en rentabilidad bursátil no son significativas, los datos contables muestran un menor desempeño de las compañías familiares privatizadas (con un ROA del 2,54 %), frente a las que han sido fundadas por sus propietarios actuales o sus familiares (con un ROA del 4,40 %).

ie UNIVERSITY CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS | MARCH A.M. BancaMarch

4. **El *«family premium»* está liderado por un grupo de empresas.** Las 100 empresas familiares más rentables (*top* 100 *family*) tienen una rentabilidad bursátil media anual del 50,49 % frente al 3,90 % del resto de empresas familiares, y un ROA del 5,59 % frente al 3,96 % del resto de empresas familiares.

5. **El tamaño de la compañía influye de forma significativa en la existencia del *«family premium»*:** las 100 empresas familiares más rentables (*top* 100 *family*), tienen una capitalización bursátil media de 3488 millones de dólares estadounidenses, en comparación con los 657 millones del resto de las empresas familiares.

6. **La crisis del COVID-19 afectó negativamente a la supervivencia y los resultados de las empresas familiares:** en 2021, el 25 % de las que cotizaban en bolsa dejaron de estar bajo control familiar, y las que sobrevivieron experimentaron una mayor caída de sus rendimientos bursátiles (32 puntos porcentuales) que las no familiares (6 puntos porcentuales).

7. **Las compañías familiares que sobrevivieron a la crisis del COVID-19 mostraron una mayor visión a largo plazo:** mientras que las no familiares optaron por reducir el empleo y las inversiones en activos fijos, las familiares mantuvieron la estabilidad laboral y continuaron invirtiendo en activos fijos.

8. **La transición generacional es un gran reto para las empresas familiares:** el *«family premium»* es mayor entre las que están en primera generación, con una rentabilidad bursátil anual compuesta (CAGR) del 39 %, frente al 29 % de las que están en transición entre la primera y la segunda generación y al 34% de que ya se encuentran en segunda generación.

9. Según los índices ESG (*environmental, social and governance,* por sus siglas en inglés) de Refinitiv y Bloomberg, **las compañías familiares muestran un desempeño inferior en sostenibilidad que las no familiares**, aunque ambos tipos de empresas han mejorado sus puntuaciones en la última década.

10. **Las empresas familiares cotizadas presentan mejoras significativas en algunos aspectos de gobierno corporativo:**

- La incorporación de **miembros independientes** en el Consejo de Administración ha aumentado del 35,34 % de 2005 al 38,73 % de 2020.
- En 2020, un 16 % de los **CEO** al frente de las empresas familiares eran **mujeres,** 10 puntos porcentuales más que en 2005.
- Hay una **presencia creciente de CEO duales.** El porcentaje de compañías familiares donde la misma persona ocupa tanto el cargo de CEO como el de presidente ha pasado del 16 % en 2005 al 45 % en 2020, mientras que este porcentaje se mantiene estable, en torno al 10 %, para las no familiares.

Nuestros resultados sugieren que, pese a su singularidad, las empresas familiares cotizadas chinas comparten una visión a largo plazo similar a la de sus homólogas en otros países. Esto puede justificar la existencia de un *«family premium»* y ofrecer oportunidades prometedoras a los inversores que buscan beneficios a largo plazo. Sin embargo, debido a la volatilidad del mercado y a los riesgos asociados, resulta esencial entender las idiosincrasias de estas compañías, ya que ello puede ayudar a los inversores a identificar oportunidades de inversión rentables, a la vez que gestionan y minimizan los riesgos de manera efectiva.

Introducción

En consonancia con la transformación económica y social que China ha experimentado en las últimas dos décadas, sus mercados bursátiles han crecido exponencialmente en tamaño y liquidez. A pesar de su relativa juventud, las bolsas más grandes del gigante asiático en términos de capitalización bursátil —las de Shanghái y Shenzhen—, fundadas a principios de los años noventa, constituyen el segundo mercado bursátil más importante del mundo, con una capitalización de, aproximadamente, 12 trillones de dólares.[1] [2]

Una parte significativa de este crecimiento se atribuye al auge de las compañías de capital privado, la mayoría de ellas en manos de su fundador o de un grupo familiar.[3] Esto ha puesto en valor el papel crucial que las empresas familiares están desempeñando tanto en la transformación de la economía china, en general,[4] como de sus mercados bursátiles, en particular. Si en 2005 estas compañías representaban el 27 % de las cotizadas en las Bolsas de Shanghái y Shenzhen, en 2020 este porcentaje había aumentado hasta el 67 %.[5] Este dato revela una presencia mucho más significativa de las empresas familiares en la bolsa china en comparación con la que tienen en otros mercados bursátiles como el europeo (27 %) o el estadounidense (18 %).[6]

Estas cifras justifican, por sí solas, la relevancia de estudiar en profundidad la dinámica de las empresas familiares cotizadas en China. Pero, más allá de las cifras, diversos estudios a nivel mundial sugieren una mayor rentabilidad de empresas cotizadas que cuentan con un grupo familiar de referencia,[7] dando origen a lo que denominamos el «*family premium*» en las bolsas americanas y europeas.[8] Este fenómeno se justifica por la capacidad única de las empresas familiares cotizadas para fusionar «lo mejor de dos mundos»: una visión a largo plazo derivada de la propiedad familiar, que contrarresta la tendencia a corto plazo inherente a los mercados bursátiles y la participación en los mercados de capitales, que concede a las empresas un mayor acceso a recursos y les exige una mayor profesionalización en su gestión.[9] La pregunta que surge naturalmente es si esta combinación de ventajas que se observa en mercados financieros más desarrollados se replica en el contexto específico de las empresas familiares cotizadas en China.

La juventud empresarial en China ha creado un escenario único, donde las compañías familiares se enfrentan a desafíos significativos. A menudo, carecen de la arraigada cultura empresarial familiar que se ha desarrollado durante generaciones en otros lugares y la mayoría se enfrenta por vez primera a un relevo generacional. Al mismo tiempo, cotizan en mercados que están experimentando un rápido crecimiento con cambios constantes y donde la presencia del Estado en el sector privado es muy relevante. ¿Son estas empresas capaces de equilibrar una visión de crecimiento largoplacista con las presiones inmediatas del mercado y generar una mayor rentabilidad que sus pares no familiares? Este informe busca responder a esta cuestión examinando si existe un «*family premium*» en la bolsa china. En concreto, se plantean los siguientes objetivos:

[1] Véanse, en el Gráfico 1, las bolsas más grandes por capitalización bursátil en 2023.

[2] Siempre que se hable de dólares en este documento, se estará haciendo referencia a dólares estadounidenses, a no ser que se indique lo contrario.

[3] En 2018, Gao Yunlong, presidente de la Federación Nacional de Industria y Comercio de China, destacó en una rueda de prensa pública el papel crucial del sector privado chino como motor de crecimiento económico. Según sus declaraciones, las empresas familiares contribuyen con alrededor de un 60 % al PIB y generan, aproximadamente, el 80 % de los puestos de trabajo, cifras extraordinarias considerando que el desarrollo del sector privado en China se inició en los años setenta.

[4] IE China Center, *Understanding Family Business in China: The Path, the Trend and the Future*, 2020, https://docs.ie.edu/university/Chinese-Family-Businesses-Report_IE_Cheungkong.pdf.

[5] Datos obtenidos de la base de datos CSMAR (consultada el 7 de febrero de 2024), https://data.csmar.com/; véase el Gráfico 5 con la evolución del número de empresas familiares.

[6] Banca March-IE, *La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada (2001-2010)*, 2012, https://www.march-am.com/recursos/doc/portal/2021/06/14/ie-informe-resumen-ejecutivo.pdf; Banca March-IE, *El «family premium» en la empresa cotizada europea*, 2014, https://docs.march-am.com/sources/marcham/PC_E_FBF_II_Informe%20Resumen%20Ejecutivo.pdf; Banca March-IE, *El gobierno corporativo de la empresa familiar cotizada*, 2015, https://docs.ie.edu/families-in-business/IIIBanca-March-IE-report.pdf.

[7] Ronald C. Anderson y David M. Reeb, «Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500». *The journal of finance* 58(3) (junio de 2023): 1301-1328, https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567; John I. Martínez, Bernhard S. Stöhr y Bernardo F. Quiroga, «Family Ownership and Firm Performance: Evidence from Public Companies in Chile», *Family Business Review* 20(2) (junio de 2007): 83-94, https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00087.x; Benjamin Maury, «Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations», *Journal of Corporate Finance* 12(2) (2006): 321-341, https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.02.002; Research Institute, Credit Suisse, *The CS Family 1000*, 2017, https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/the-cs-family-1000.pdf.

[8] Banca March-IE, *La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada (2001-2010)*, 2012, https://www.march-am.com/recursos/doc/portal/2021/06/14/ie-informe-resumen-ejecutivo.pdf; Banca March-IE, *El «family premium» en la empresa cotizada europea*, 2014, https://docs.march-am.com/sources/marcham/PC_E_FBF_II_Informe%20Resumen%20Ejecutivo.pdf; Banca March-IE, *El gobierno corporativo de la empresa familiar cotizada*, 2015, https://docs.ie.edu/families-in-business/IIIBanca-March-IE-report.pdf.

[9] Banca March-IE. *La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada (2001-2010), 2012*, https://www.march-am.com/recursos/doc/portal/2021/06/14/ie-informe-resumen-ejecutivo.pdf; Banca March-IE, *El «family premium» en la empresa cotizada europea, 2014*, https://docs.march-am.com/sources/marcham/PC_E_FBF_II_Informe%20Resumen%20Ejecutivo.pdf; Banca March-IE, *El gobierno corporativo de la empresa familiar cotizada*, 2015, https://docs.ie.edu/families-in-business/IIIBanca-March-IE-report.pdf.

1º

Realizar una **radiografía** de las empresas familiares cotizadas chinas para entender cuáles son sus principales características y en qué se diferencian de la no familiares y de las familiares en otros contextos.

2º

Comparar la **rentabilidad** de las empresas familiares cotizadas chinas con las no familiares con el fin de comprobar si existe un «*family premium*» en la bolsa china y, en caso afirmativo, de qué factores depende.

3º

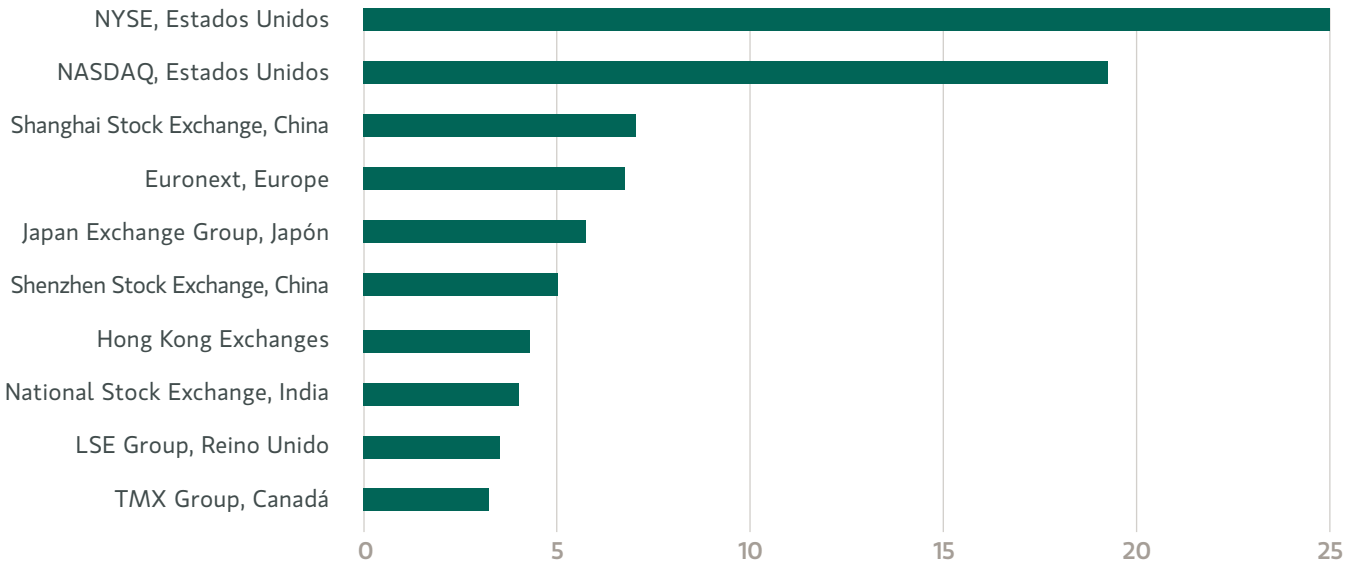
Analizar los principales **retos** de las empresas cotizadas chinas en la actualidad: las consecuencias del COVID-19, la transición generacional y la sostenibilidad.

El mercado cotizado en China

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS
MARCH A.M.
BancaMarch

El mercado bursátil en China es complejo, ya que en él conviven múltiples bolsas e índices con diferentes características. Se divide, principalmente, en las bolsas de valores de la zona continental *(onshore)* (Shanghái, Shenzen y Pekín) y las de la zona costera *(offshore)* (Hong-Kong y Taiwán), siendo las de Shanghái y Shenzhen las más grandes por capitalización bursátil en el país y situándose entre las mayores del mundo.

GRÁFICO 1.
Bolsas más grandes del mundo por capitalización bursátil (en trillones de dólares), 2023



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la World Federation of Exchanges (WFE).[10]

Existen notables diferencias entre las bolsas de valores de ambas zonas (véase la Tabla 1) que abarcan desde aspectos regulatorios (las de la zona continental están sujetas al sistema legal de la República Popular China, mientras que las costeras cuentan con sistemas normativos más independientes y basados en el *common law* británico) hasta la moneda en la que operan (en yuanes [CNY] en la zona continental, en dólares de Hong Kong [HKD] en Hong Kong, y en dólares taiwaneses [TWD] en Taiwán).

TABLA 1.
Descripción de las bolsas de valores chinas, 2023

	Bolsa	N.° de empresas cotizadas	Capitalización bursátil (trillones de USD)	Año de fundación	Moneda
China continental *(onshore)*	Shanghái	2037	7,24	1990	CNY
	Shenzhen	2765	5,12	1990	CNY
	Pekín	126	0,028	2021	CNY
	Hong Kong	2420	4,7	1891	HKD
China costera *(offshore)*	Taiwán	901	1,63	1961	TWD

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la World Federation of Exchanges (WFE).

[10] 'Federación Nacional de Bolsa' en español.

Una de las características distintivas de los mercados de valores de China es que las empresas cotizadas pueden emitir diferentes clases de acciones, según la ubicación en la que cotizan y el tipo de inversor que puede poseerlas, tal y como refleja la Tabla 2.

TABLA 2.

Tipos de acciones en las bolsas de valores chinas[11]

	CLASE A	CLASE B	CLASE H	RED CHIP (empresas estatales)	P CHIP (empresas no estatales)
Bolsa(s)	Shanghái y Shenzhen	Shanghái y Shenzhen	Hong Kong	Hong Kong	Hong Kong
Moneda	CNY	USD/HKD	HKD	HKD	HKD
Procedencia de la empresa	China continental	China continental	China continental	China costera (Hong-Kong)	Fuera de China (por ejemplo, Islas Caimán, Bermudas, etc.)
Restricciones para inversores locales	No	Inversores locales con cuentas de divisas extranjeras adecuadas	No	No	No
Restricciones para inversores internacionales	Sí (bajo las reglas de programas de inversión extranjera)	No	No	No	No

[11]No se incluye la Bolsa de Pekín, aún muy joven y de tamaño muy reducido.

Al analizar la posible existencia de un «*family premium*» en la bolsa china, este estudio se enfoca en examinar las acciones tipo A cotizadas en las Bolsas de Shanghái y Shenzhen, que son las más numerosas y representan, aproximadamente, el 70 % de todas las acciones de estos mercados.[12] Además de por su relevancia, existen otras razones que justifican esta elección:

Invertir en acciones A puede ser una buena alternativa de inversión, ya que:

- Se trata de un tipo de acciones que, aunque se han ido abriendo de forma progresiva a la inversión extranjera, siguen estando mayoritariamente en manos de inversores minoristas,[13] lo que, si bien puede generar ineficiencias, también puede brindar oportunidades a aquellos gestores activos con conocimientos de los mercados locales y un horizonte de inversión a largo plazo. Hasta 2003, ese tipo de acciones solo podían ser negociadas por inversores locales, pero ese año un cambio de regulación permitió la entrada de aquellos inversores extranjeros que recibieran una autorización formal.[14] El lanzamiento, en 2014, del programa Stock Connect, por el que se permite a los inversores operar con acciones A a través de Hong Kong sin necesidad de contar con una licencia china local, ha supuesto un avance importante en la apertura de estos mercados a la inversión extranjera.[15]

- Es un mercado amplio y líquido. Según la Federación Mundial de Bolsas, en 2020 el volumen medio diario de operaciones de los mercados de Shanghái y Shenzhen era superior a 130 000 millones de dólares estadounidenses.[16]

- Ofrecen oportunidades para obtener acceso a tendencias a largo plazo de la economía china, al representar compañías que se centran, mayoritariamente, en satisfacer la demanda interna de un mercado de 1400 millones de consumidores cuyo consumo no deja de aumentar.

- Han mantenido, históricamente, una baja correlación con activos de otros mercados más desarrollados,[17] lo que ofrece a los inversores unas oportunidades de diversificación de las carteras potencialmente atractivas.

- Representan una exposición considerablemente mayor a acciones de mediana capitalización, lo cual les puede otorgar cierta protección frente a las intervenciones regulatorias del Gobierno chino dirigidas a empresas con una capitalización bursátil muy alta, que en general cotizan *offshore*, principalmente en la Bolsa de Hong Kong.[15] En 2021, el MSCI China A Onshore Index tuvo una rentabilidad del 4,0 %, frente a al -21,7 % de su homólogo dominado por títulos *offshore*, el MSCI China Index.[18]

Además, dado que el objetivo del informe es evaluar si las empresas familiares son más rentables que las no familiares, resulta crucial realizar esta comparación en un contexto donde las compañías estén sometidas al mismo marco institucional y regulatorio. Incluir en el análisis las empresas cotizadas en los mercados *offshore* (Hong Kong y Taiwán) introduciría sesgos a esta comparación que harían muy difícil estimar el *family premium*, es decir, aislar el efecto de la propiedad familiar sobre la rentabilidad de la compañía.

El dinamismo de las Bolsas de Shenzhen y Shanghái, cuya capitalización bursátil ha pasado de 268 millones de dólares estadounidenses en 2005 a 1713 millones en 2020, y el número de compañías ha crecido de 1350 a 4250 en ese mismo periodo, se refleja en los Gráficos 2 y 3.

[12]Las acciones tipo B cotizan en dólar estadounidense (USD) o hongkonés (HKD) y representan un minúsculo mercado en comparación con las acciones tipo A.

[13]UBS, *Investing in China. Opportunities for global investors*, 2021, https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/chief-investment-office/market-insights/regional-outlook/2021/investing-in-china.html.

[14]Wei Huang y Tao Zhu , «Foreign institutional investors and corporate governance in emerging markets: Evidence of a split-share structure reform in China», *Journal of Corporate Finance* 32 (2015): 312-326, https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.013.

[15]Duncan Lamont, «Inclusión de China A en los índices: ¿qué dimensiones alcanzará?», Schroeders, febrero de 2019.

[16]J.P. Morgan Asset Management, «Ventajas de las acciones A de China para inversores en EFT de gestión activa» (acceso el 7 de febrero de 2024), https://am.jpmorgan.com/es/es/asset-management/per/insights/etf-perspectives/china-a-shares-active-etf-investor/

[17]J.P. Morgan Asset Management, «Tres razones por las que plantearse la asignación a acciones A chinas» (acceso el 7 de febrero de 2024), https://am.jpmorgan.com/es/es/asset-management/per/insights/etf-perspectives/three-reasons-why-invest-china-a-shares/.

[18]Allianz Global Investors, «Tras la reciente volatilidad, ¿volverán a rugir los mercados chinos en el Año del Tigre?», 9 de febrero de 2022, https://es.allianzgi.com/es-es/nosotros/temas-inversion/crecimiento-reconociendo-el-valor-de-china/china-insights/el-ano-del-tigre.

GRÁFICO 2.
Evolución de la capitalización bursátil (en millones de USD) de las Bolsas de Shanghái y Shenzhen, 2005-2020

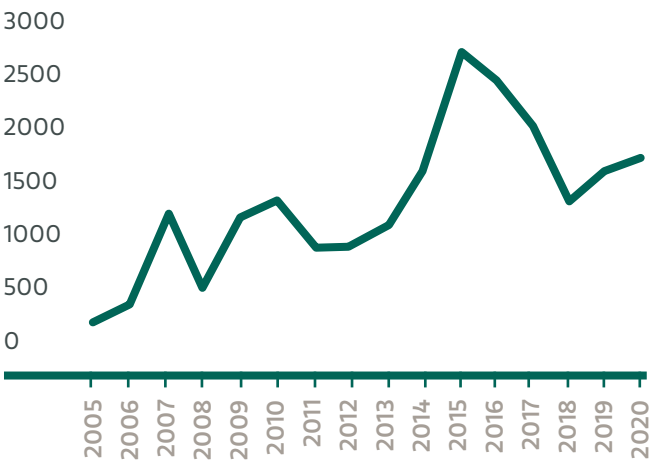


GRÁFICO 3.
Evolución del número de empresas de las Bolsas de Shanghái y Shenzhen, 2005-2020

Las Bolsas de Shenzhen y Shanghái tienen como principales índices bursátiles el SZSE (Shenzhen Stock Exchange) y el SSE (Shanghai Stock Exchange), respectivamente. Con el deseo de asemejar los mercados chinos a los occidentales y hacer frente a la alta competencia tecnológica, en 2009, la Bolsa de Shenzhen inauguró Chinext, un nuevo índice integrado exclusivamente por compañías tecnológicas punteras que es considerado como el Nasdaq chino. Siguiendo está misma tendencia, la Bolsa

de Shanghái lanzó, en 2019, un índice enfocado a empresas innovadoras y tecnológicas: el STAR Market.[19] En tan solo un año desde su apertura, su capitalización aumentó un 288 % y pasó de 25 compañías en 2020 a 520 compañías en 2023,[20] lo que representa una evidencia adicional del dinamismo de estos mercados.

En cuanto a la evolución de los principales índices de la China continental –el SZSE y el SSE para las acciones tipo A–, esta se refleja en los Gráficos 4A y 4B.

GRÁFICO 4A.
Evolución del índice SZSE

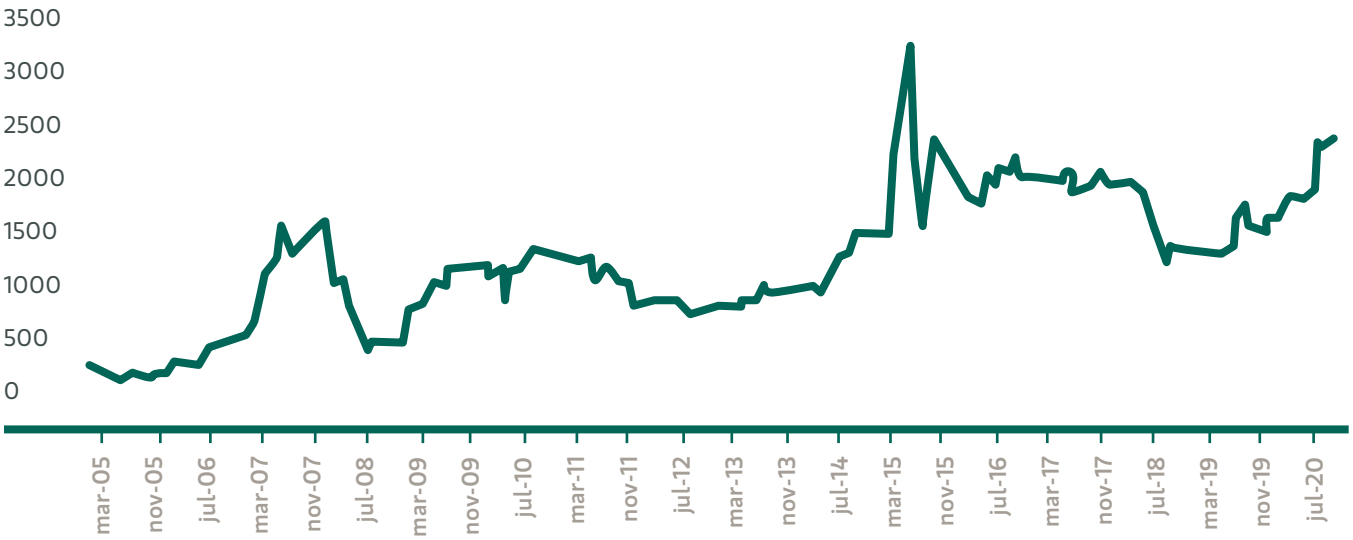
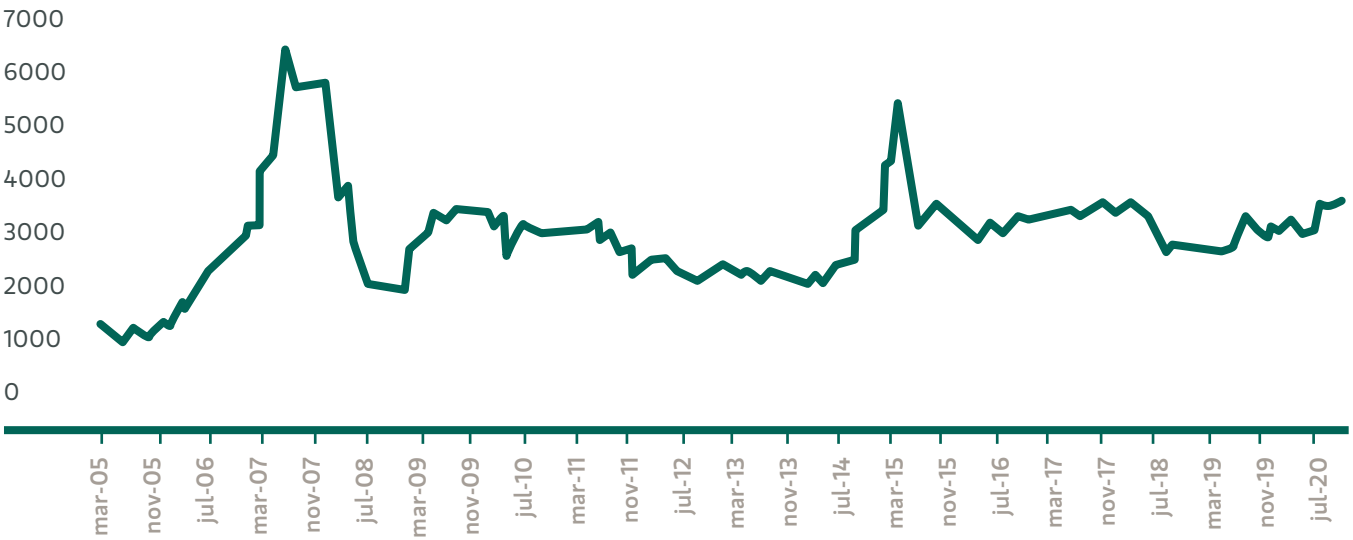


GRÁFICO 4B.
Evolución del índice SSE



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos CSMAR (acceso el 7 de febrero de 2024), https://data.csmar.com/.

[19]Star Market, New Release (acceso el 7 de febrero de 2024), http://star.sse.com.cn/en/; base de datos Star Market (Overview) (acceso el 7 de febrero de 2024), http://star.sse.com.cn/en/marketdata/overview/.

[20]Héctor Chamizo, «El mercado STAR chino se convierte en la gran amenaza del Nasdaq americano», *La Información*, 24 de febrero de 2021, https://www.lainformacion.com/mercados-y-bolsas/mercado-star-chino-gran-amenaza-para-nasdaq-americano/2830329/.

Datos del estudio y definición de *empresa familiar*

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M.
BancaMarch

Este estudio se fundamenta en el análisis de los datos proporcionados por la base de datos CSMAR, una de las más fiables sobre las empresas cotizadas chinas, a juzgar por el número de publicaciones científicas que la utilizan.[21] Además, es la única base de datos que recoge información sobre el accionariado de las compañías, distinguiendo de forma explícita a las familiares.[22] Esta clasificación está disponible desde 2003, año en el que las autoridades chinas obligaron a las empresas cotizadas a reportar información sobre la composición de su accionariado.

El presente estudio se inicia en el año 2005, cuando se formalizó la apertura de las acciones tipo A a inversores extranjeros,[23] y se extiende hasta el año 2020. Incluir en el análisis temporal el periodo 2021-2023, fuertemente marcado por los efectos de la reciente pandemia, podría distorsionar el objetivo del informe, que se centra en discernir si las empresas familiares son estructuralmente más rentables que las no familiares. No obstante, más adelante se compara el comportamiento de las compañías familiares cotizadas chinas con las no familiares durante los años 2021-2023.

Al definir las empresas familiares, la base de datos las clasifica en dos categorías: las empresas «tipo 1», que son controladas por una o varias personas físicas sin vínculo familiar, y las empresas «tipo 2», en las que, además del propietario principal, al menos un miembro de la familia participa en la propiedad y/o gestión (véase la Tabla 4).

TABLA 3.

Descripción de la base de datos del estudio

Periodo	2005-2020
Número de compañías en 2020	4250
Bolsas analizadas	Bolsa de Shanghái: - SSE (Shanghai Stock Exchange) - Chinext Bolsa de Shenzen: - SZSE (Shenzhen Stock Exchange) - STAR Market

DEFINICIÓN DE *EMPRESA FAMILIAR*

La base de datos CSMAR considera a las empresas cotizadas como familiares con base en dos criterios (véase la Tabla 4).

TABLA 4.

Definiciones de los tipos de empresa familiar según la base de datos CSMAR

Tipo	Definición	% de empresas familiares
Tipo 1: empresa de propietario único	Empresa controlada por una o varias personas físicas (denominada[s] *actual controller[s])**. Sus parientes no tienen acciones ni ocupan altos cargos en ella o en la sociedad que controla las acciones.	40 %
Tipo 2: empresa familiar propiamente dicha	Empresa controlada por una persona física con al menos un pariente que posee acciones, administra o gestiona la empresa o la sociedad que controla las acciones.	60 %

(*) Según la base de datos CSMAR, se entiende que la empresa es controlada por aquella(s) persona(s) física(s) que cumpla(n) con al menos uno de los siguientes requisitos: a) Tener la máxima participación accionarial en la empresa; b) Tener más derechos de voto que el accionista mayoritario; c) Poseer y controlar el 30 % o más de las acciones y derecho de voto; d) Poder decidir la elección de más de la mitad de los miembros del Consejo de Administración ejerciendo derechos de voto.

[21]Algunos ejemplos: Weiwen Li, Garry D. Bruton, Xinchun Li y Shuang Wang «Transgenerational succession and R&D investment: A myopic loss aversion perspective», *Entrepreneurship Theory and Practice* 46(1) (2022): 193-222 , https://doi.org/10.1177/1042258721103847; Shu Chen, Sammy Xioayan Ying, Huiying Wu y Jiaxing You, «Carrying on the family's legacy: Male heirs and firm innovation», *Journal of Corporate Finance* 69 (2021), https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101976; Delu Wang, Gang Ma, Xuefeng Song y Yun Liu, «Political connection and business transformation in family firms: Evidence from China», Journal of Family Business Strategy 7(2) (2016): 117-130, https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.05.001.

[22]Datos obtenidos de la base de datos CSMAR (acceso el 7 de febrero de 2024), https://data.csmar.com/.

[23]Wei Huang y Tao Zhu, «Foreign institutional investors and corporate governance in emerging markets: Evidence of a split-share structure reform in China», *Journal of Corporate Finance* 32 (2015): 312-326, https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.013.

TABLA 5.

Tipología de empresas familiares incluidas en la base de datos CSMAR

		Origen de la empresa familiar	
		Fundada	**Privatizada**
Presencia de familiares	**NO**	**Empresa de fundador:** controlada por el fundador de la empresa, sin presencia de otros miembros de la familia.	**Empresa de propietario único privatizada:** controlada por un accionista que no es el fundador, sin presencia de otros miembros de la familia.
	SÍ	**Empresa familiar fundada:** controlada por el fundador o la familia fundadora, con presencia de otros miembros de la familia.	**Empresa familiar privatizada:** controlada por un accionista que no es el fundador, con presencia de otros miembros de su familia.

En otros contextos, las empresas tipo 1 son consideradas «empresas de fundador»,[24] no obstante, la idiosincrasia del entorno chino sugiere que esta comparación no sería precisa en este escenario. Aunque, en su origen, el mercado financiero estaba destinado a la financiación de compañías estatales,[25] el Gobierno del gigante asiático ha ido introduciendo progresivamente medidas para impulsar la modernización de estas últimas mediante la promoción de la propiedad mixta y la entrada de capital privado.[26] En este contexto, muchas de las compañías que hoy son familiares no han sido fundadas por sus propietarios, sino que estos se han convertido en los accionistas mayoritarios de una empresa estatal que ya cotizaba en bolsa.

Esta dinámica implica que, tal como se detalla en la Tabla 5, en la bolsa china cotizan cuatro tipos de empresas que CSMAR agrupa bajo el concepto de *empresa familiar*, en función de la presencia de familiares y de su origen (fundada o privatizada).

Para estimar el «*family premium*», agrupamos las cuatro categorías bajo el concepto amplio de *empresa familiar*. No obstante, analizaremos si las diferencias entre los distintos tipos de compañías familiares tienen un efecto sobre su rentabilidad y, por tanto, sobre la existencia del «*family premium*» en la bolsa china.

[24]Banca March-IE, *La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada (2001-2010)*, 2012, https://www.march-am.com/recursos/doc/portal/2021/06/14/ie-informe-resumen-ejecutivo.pdf; Banca March-IE, *El «family premium» en la empresa cotizada europea*, 2014, https://docs.march-am.com/sources/marcham/PC_E_FBF_II_Informe%20Resumen%20Ejecutivo.pdf; Banca March-IE, *El gobierno corporativo de la empresa familiar cotizada*, 2015, https://docs.ie.edu/families-in-business/IIIBanca-March-IE-report.pdf.

[25]Qiang Cheng, «Family firm research – A review», *China Journal of Accounting Research* 7(3) (3 de septiembre de 2024): 149-163, https://doi.org/10.1016/j.cjar.2014.03.002.

[26]Xia Pan, Wenyin Cheng y Yuning Gao, «The impact of privatization of state-owned enterprises on innovation in China: A tale of privatization degree», *Technovation* 118 (2022), https://doi.org/10.1016/j.technovation.2022.102587.

Importancia y evolución de la empresa familiar cotizada en China

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M.
BancaMarch

La apuesta del Gobierno chino por la liberalización de la economía ha impulsado el crecimiento de las empresas familiares en bolsa. Mientras que en 2005 solo había 360 compañías familiares (un 27 % del total), en 2010 por primera vez el número de empresas familiares cotizadas superaba al de no familiares, tal como se puede observar en el Gráfico 5. Esta diferencia no ha dejado de aumentar desde entonces, y, en 2020, las familiares representaban un 67 % del total de compañías de la bolsa china continental.

Dentro de las empresas familiares, tal como muestra el Gráfico 6, el número de las fundadas por sus actuales propietarios o familiares (de fundador y familiar fundada) ha experimentado un crecimiento muy superior al de las surgidas a raíz de una privatización. Esto implica que, si en 2005 el 60 % de las compañías familiares surgieron por una privatización, este porcentaje representaba menos del 20 % en 2020.

GRÁFICO 5.
Evolución del número de empresas familiares vs. no familiares cotizadas chinas

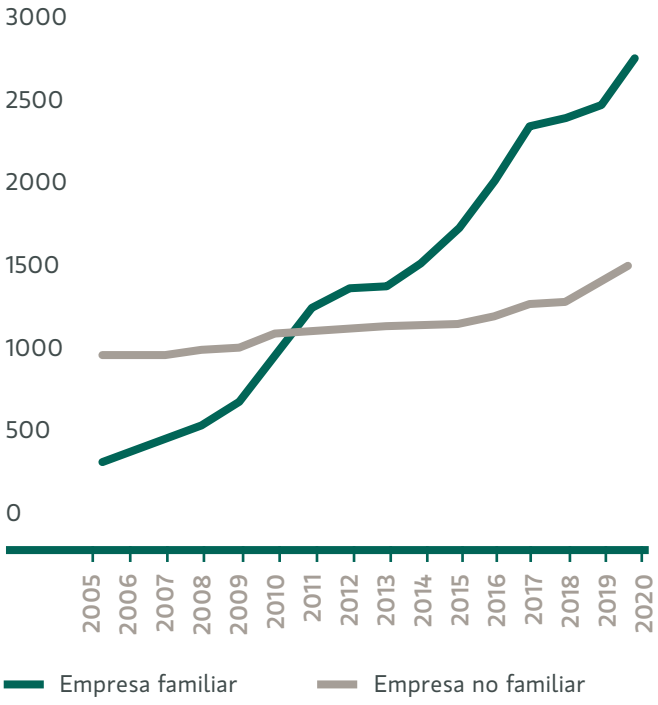
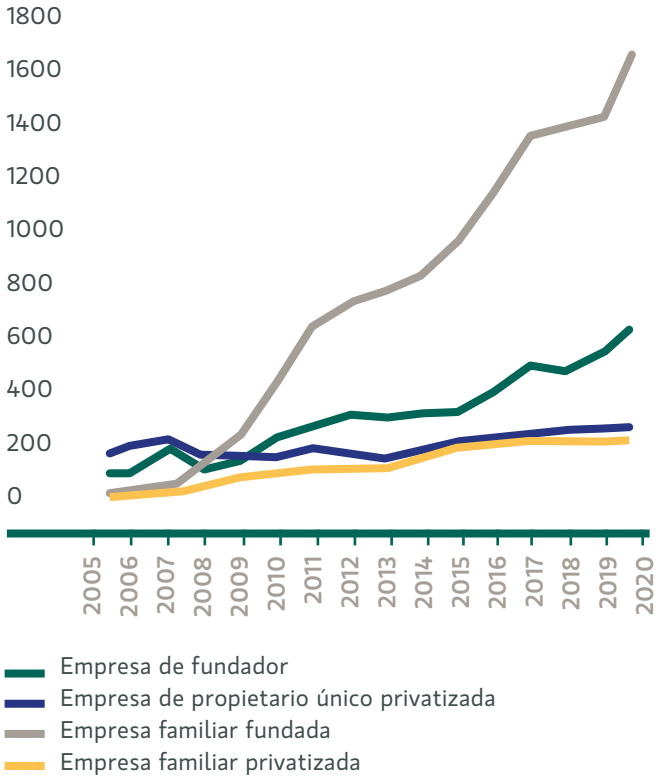


GRÁFICO 6.
Evolución del número de empresas familiares por tipología



El Gráfico 6 también muestra la mayor importancia que, dentro del grupo de empresas que han sido fundadas por sus propietarios, han adquirido las familiares frente a las de fundador. Este crecimiento ha sido impulsado, en parte, por la reforma de la política de hijo único —vigente desde 1979— por parte del Gobierno chino, que se inició en 2010 y culminó en 2013, permitiendo a las parejas casadas tener más de un hijo. La posibilidad de tener más de un heredero ha influido sobre el comportamiento de los fundadores de las compañías chinas, elevando sus expectativas de que los hijos adultos trabajen en la empresa.[27]

En resumen, los datos muestran la importancia creciente de las empresas familiares en la bolsa China, sugiriendo el surgimiento de una cultura empresarial familiar en el país, pese a la relativa juventud de su mercado privado.

A continuación, se muestran varios ejemplos por cada tipo de empresa familiar: [28]

[27]Jerry Cao, Douglas Cumming y Xiaoming Wang, «One-child policy and family firms in China», *Journal of Corporate Finance* 33 (2015): 317-329, https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.01.005.

[28]Los datos proporcionados en todos los ejemplos del estudio son para el año 2020.

DE FUNDADOR

TONGWEI	Especializada en energía solar y productos relacionados con la energía renovable.
Tipo de empresa familiar	De fundador
Año de fundación	1995
Año de entrada en bolsa	2004 (Shanghái)
Sector	Energía renovable
Capitalización bursátil	24 225 millones de USD
Número de empleados	25 549
Principal accionista	Liu Hanyuan (44 %)
CEO	Guo Yizhong
Presidente	Xie Yi
Otros	Es uno de los principales fabricantes de productos solares en China. Además, se dedica a la cría de peces de agua dulce y la fabricación de piensos acuícolas.

DE PROPIETARIO ÚNICO PRIVATIZADA

JIANGSU HENGRUI MEDICINE	Farmacéutica dedicada a la investigación, el desarrollo, la fabricación y la comercialización de medicamentos.
Tipo de empresa familiar	De propietario único privatizada
Año de fundación	1997
Año de entrada en bolsa	2000 (Shanghái)
Sector	Farmacéutico
Capitalización bursátil	83 198 millones de USD
Número de empleados	28 903
Principal accionista	Sun Piaoyang (24 %)
CEO	Zhou Yunshu
Presidente	Zhou Yunshu
Otros	Ha sido reconocida internacionalmente por su contribución al desarrollo de nuevos fármacos y su compromiso con la innovación en el campo de la medicina.

FAMILIAR FUNDADA

BYD	Productora de automóviles eléctricos y líder en la fabricación de baterías recargables para productos de consumo vendidos por Samsung o Dell, entre otros.
Tipo de empresa familiar	Familiar fundada
Año de fundación	1995
Año de entrada en bolsa	2011 (Shenzhen)
Sector	Automóvil
Capitalización bursátil	49 321 millones de USD
Número de empleados	224 280
Principal accionista	Wang Chuanfu (18,83 %)
CEO	Wang Chuanfu
Presidente	Wang Chuanfu
Otros	Junto a Tesla, es el principal fabricante del mundo de vehículos eléctricos.

FAMILIAR PRIVATIZADA

OFFCN EDUCATION TECHNOLOGY	Especializada en ofrecer soluciones educativas digitales innovadoras.
Tipo de empresa familiar	Familiar privatizada
Año de fundación	1999
Año de entrada en bolsa	2011 (Shenzhen)
Sector	Educación
Capitalización bursátil	30 332 millones de USD
Número de empleados	45 066
Principal accionista	Li Yongxin, Lu Zhongfang (61 %)
CEO	Wang Zhendong
Presidente	Li Yongxin
Otros	Está presente también en ámbitos como la organización de eventos y competiciones académicas, el diseño de contenido multimedia educativo y la provisión de servicios de consultoría para el desarrollo de políticas educativas a nivel gubernamental.

Radiografía de la empresa familiar cotizada china

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M.
BancaMarch

En este apartado reflejamos los resultados de la investigación relativa a la comparación de las empresas familiares con el resto de cotizadas mediante el análisis de variables como la edad, el tamaño, la generación en la que se encuentra, el sector al que pertenecen y la estructura de su propiedad y gestión. El objetivo es mostrar sus principales rasgos y en qué se diferencian no solo de las no familiares chinas, sino también de las compañías familiares de otras regiones del mundo.

LAS EMPRESAS FAMILIARES COTIZADAS CHINAS SON COMPAÑÍAS MUY JÓVENES

La antigüedad media de la empresa cotizada china es de 24 años, dato que contrasta con el de otros mercados desarrollados como, por ejemplo, el europeo, donde tienen una antigüedad media de 60 años y el porcentaje de compañías centenarias supera el 25 %.[29]

La empresa familiar china más antigua es Ningbo Water Meter Group, fundada en el año 1957.

En comparación con las empresas no familiares cotizadas, las familiares son, de media, tres años más jóvenes y llevan cotizando en bolsa siete años menos, tal como se recoge en la Tabla 6.

LA MAYORÍA DE LAS EMPRESAS FAMILIARES COTIZADAS CHINAS ESTÁN EN PRIMERA GENERACIÓN

En consonancia con la relativa juventud de estas compañías, la mayoría, en concreto el 76,08 %, son de primera generación. El resto, un 10,72 % están en proceso de transición hacia la segunda generación, es decir, están controladas por la primera pero gestionadas por miembros de la familia de la segunda. Finalmente, tan solo un 13,20 % de las empresas familiares chinas han completado una transición generacional y están controladas por miembros de la segunda generación.

LAS EMPRESAS FAMILIARES COTIZADAS CHINAS SON MÁS PEQUEÑAS QUE LAS NO FAMILIARES

Al igual que sucede en muchos otros mercados,[30] las compañías familiares son más pequeñas por capitalización bursátil, activos y número de empleados que las no familiares (Tabla 7).

NINGBO WATER METER GROUP	**Líder mundial en la fabricación de medidores de agua. Está especializada en el diseño, producción y comercialización de una amplia gama de medidores de agua para aplicaciones residenciales y comerciales.**
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	1957
Año de entrada en bolsa	2019 (Shanghái)
Sector	Tecnología del agua
Capitalización bursátil (2020)	830 millones de USD
Número de empleados (2020)	1190
Principal accionista	Wang Zonghui, Zhang Lin (45 %)
CEO	Wang Zonghui
Presidente	Zhang Lin
Otros	Fabrica más de 1000 productos diferentes.

TABLA 6.

Edad de las empresas familiares cotizadas vs. las no familiares cotizadas chinas

	Empresa familiar	Empresa no familiar
Edad media desde la fundación	24 años	27 años
Media de años desde la salida a bolsa	15 años	22 años

[29]Banca March-IE, *El «family premium» en la empresa cotizada europea*, 2014, https://docs.march-am.com/sources/marcham/PC_E_FBF_II_Informe%20Resumen%20Ejecutivo.pdf.

[30]Banca March-IE, *La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada (2001-2010)*, 2012, https://www.march-am.com/recursos/doc/portal/2021/06/14/ie-informe-resumen-ejecutivo.pdf.

En todo caso, los valores medios de la tabla anterior no reflejan la gran heterogeneidad de las empresas familiares chinas en cuanto a su tamaño. Al respecto, la Tabla 8 recoge las diez empresas familiares con mayor capitalización bursátil del año 2020.[31] La más grande, Contemporary Amperex Technology, tiene una capitalización bursátil de más de 100 000 millones de USD y una plantilla de más de 30 000 empleados. La segunda más grande, Midea Group, emplea a cerca de 150 000 trabajadores.

A continuación, se muestran los datos de las dos primeras empresas del ranking de la Tabla 8.

TABLA 7.

Tamaño medio de las empresas familiares cotizadas vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

	Empresa familiar	Empresa no familiar
Capitalización bursátil (millones de USD)	683	1030
Activos totales (millones de USD)	393	1239
Empleados	1400	3003

TABLA 8.

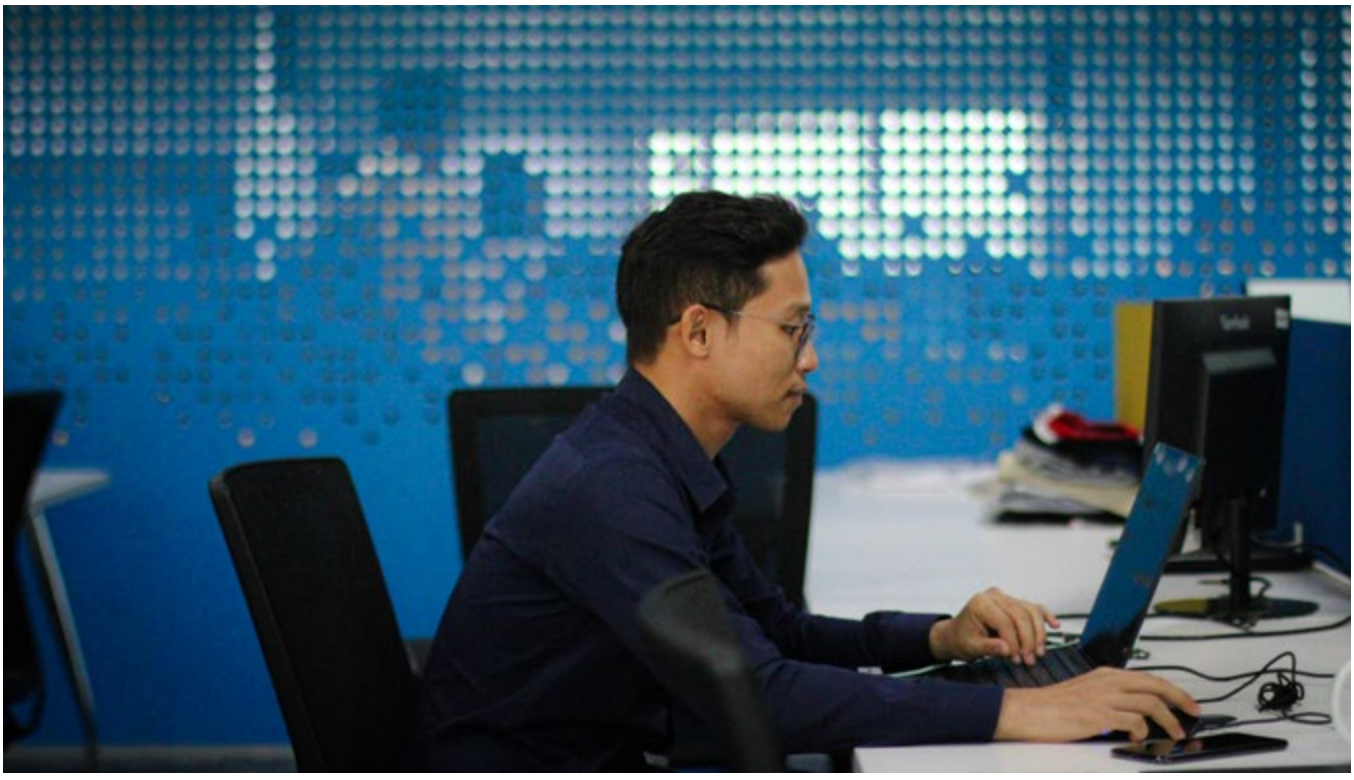
***Top* 10 de las empresas familiares cotizadas chinas, 2020**

Ranking	Nombre de la compañía	Capitalización bursátil (millones de USD)
1	Contemporary Amperex Technology	114,506
2	Midea Group	96,884
3	Foshan Haitian Flavouring & Food	90,977
4	Jiangsu Hengrui Medicine	83,198
5	Shenzhen Mindray Bio-Medical Electronics	72,504
6	S.F. Holding	56,282
7	Luxshare Precision Industry	55,138
8	BYD	49,321
9	LONGI Green Energy Technology	48,686
10	Aier Eye Hospital Group	43,212

[31] Véase, en el Anexo 1, la lista de las 100 empresas familiares con mayor capitalización bursátil.

CONTEMPORARY AMPEREX TECHNOLOGY	Especializada en la fabricación de baterías de litio para vehículos eléctricos y sistemas de almacenamiento de energía.
Tipo de empresa familiar	Empresa de fundador
Año de fundación	2011
Año de entrada en bolsa	2018 (Shenzhen)
Sector	Tecnología
Capitalización bursátil	114 506 millones de USD
Número de empleados	33 078
Principal accionista	Zeng Yuqun (29 %)
CEO	Zhou Jia
Presidente	Zeng Yuqun
Otros	Es el mayor fabricante de baterías para vehículos eléctricos del mundo.

MIDEA GROUP	Dedicada a la fabricación y comercialización de electrodomésticos y equipos de climatización a nivel global.
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	1968
Año de entrada en bolsa	2013 (Shenzhen)
Sector	Electrodomésticos
Capitalización bursátil	96 884 millones de USD
Número de empleados	149 239
Principal accionista	He Xiangjian (31,11 %)
CEO	Fan Hongbo
Presidente	Fan Hongbo
Otros	Fabricante número uno del mundo de electrodomésticos.



A su vez, la comparativa de la evolución temporal entre empresas familiares y no familiares muestra que el tamaño de unas y otras ha aumentado a lo largo de la serie analizada, en consonancia con el desarrollo de los mercados bursátiles en China (véanse los Gráficos 7 y 8).

GRÁFICO 7. Evolución de la capitalización bursátil de las empresas familiares cotizadas chinas vs. las no familiares (en millones de USD)

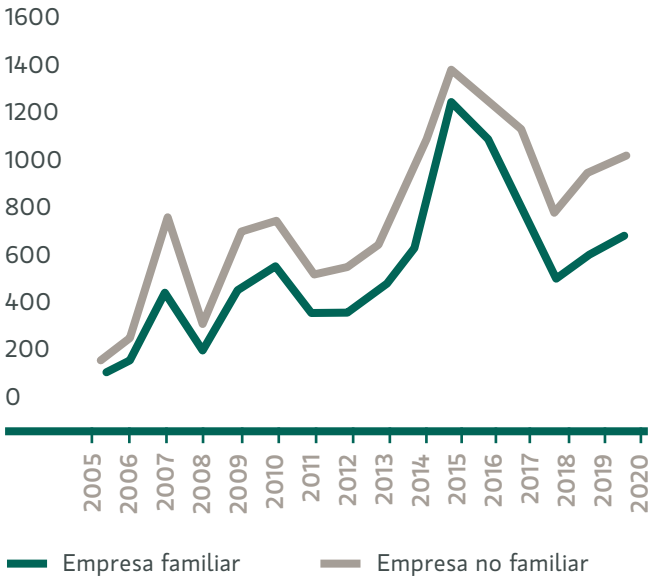
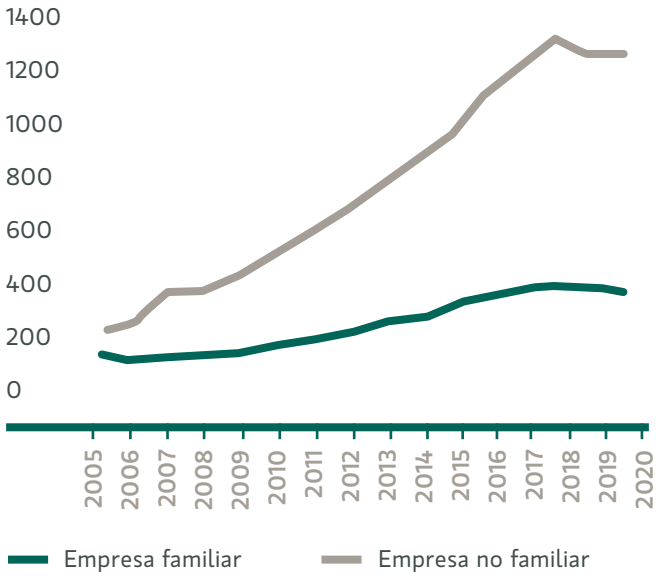


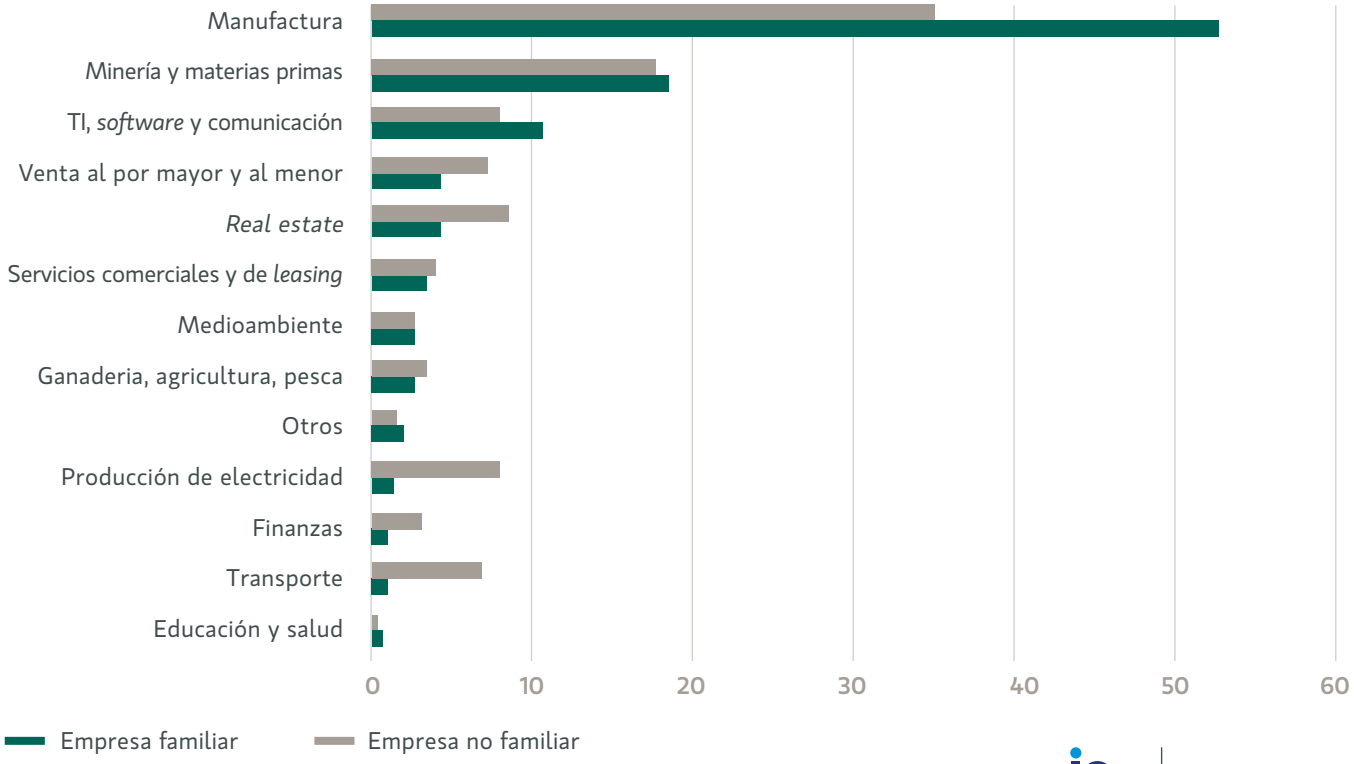
GRÁFICO 8. Evolución de los activos totales de las empresas familiares cotizadas chinas vs. las no famliares (en millones de USD)



LAS EMPRESAS FAMILIARES CHINAS ESTÁN MUY CONCENTRADAS EN EL EN EL SECTOR MANUFACTURERO

Aunque tanto las compañías familiares como las no familiares tienen una presencia significativa en el sector manufacturero, el porcentaje en este sector es mayor en el caso de las primeras (52,59 % frente al 35,19 %), tal como se refleja en el Gráfico 9.

GRÁFICO 9. Distribución sectorial de las empresas familiares vs. no familiares cotizadas chinas (%), 2020



Un análisis más detallado de la composición del sector manufacturero (véase el Gráfico 10) muestra la relevancia del sector relacionado con la fabricación de equipos electrónicos (ordenadores, teléfonos, componentes electrónicos, etc.), en el cual se concentra un elevado porcentaje de empresas familiares y no familiares cotizadas.

A su vez, el análisis sectorial por tamaño muestra que las diferencias de tamaño se mantienen en casi todos los sectores (véase el Gráfico 11). Únicamente en el caso de la industria del transporte y de la ganadería y agricultura las empresas familiares tienen una capitalización bursátil mayor.

GRÁFICO 10. Distribución del sector manufacturero en las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 (%)

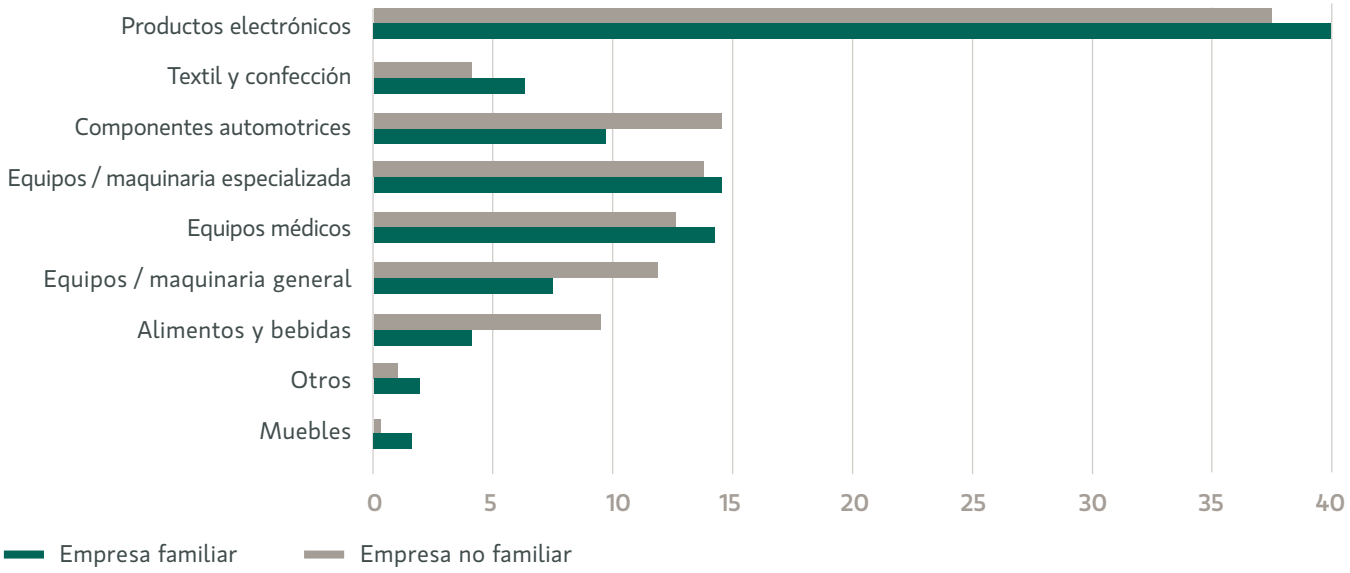


GRÁFICO 11. Capitalización bursátil por industria de las empresas familiares vs. no familiares cotizadas chinas (en millones USD), 2020

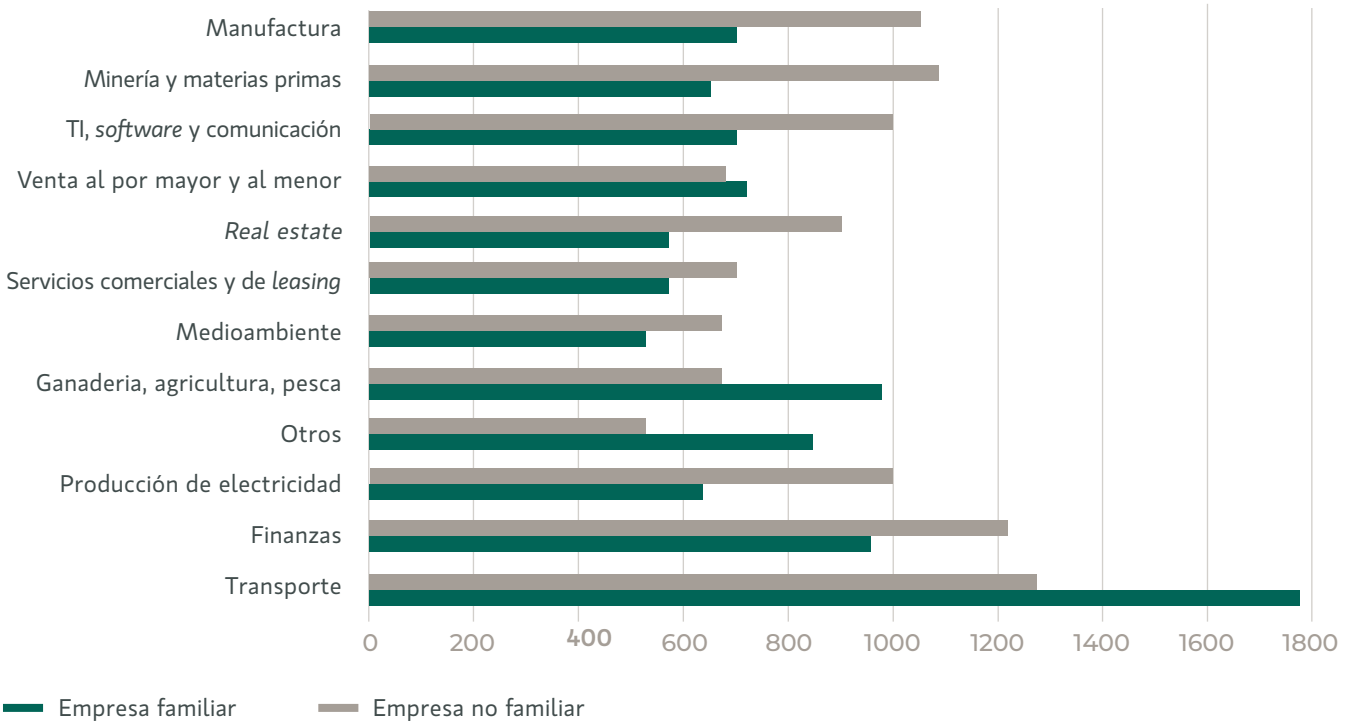
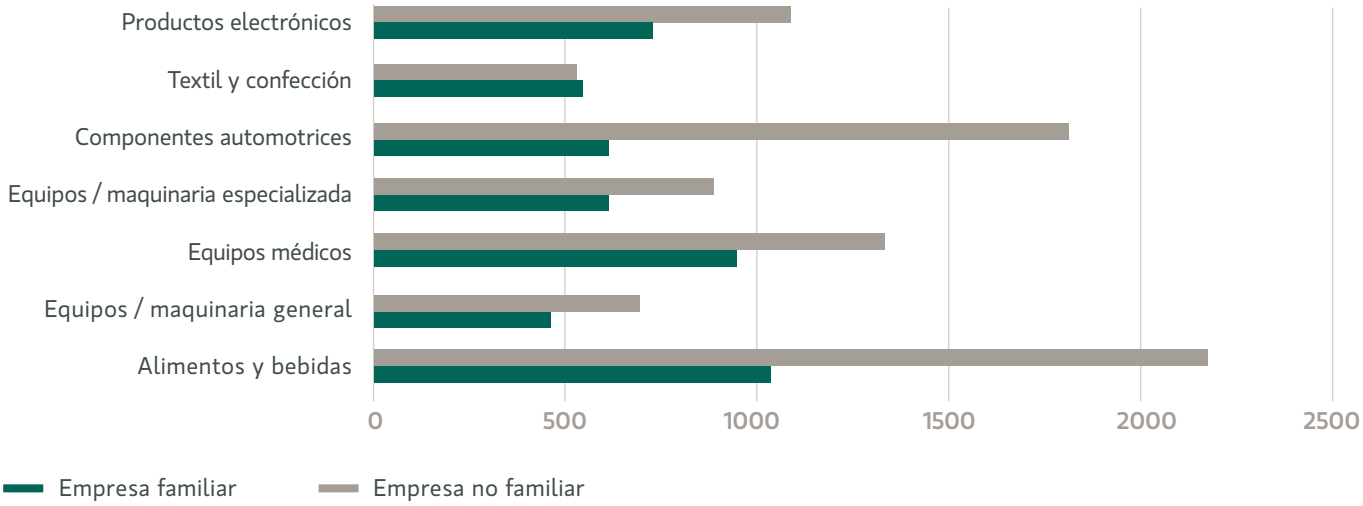


GRÁFICO 12.

Capitalización bursátil por industria manufacturera de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas (en millones de USD), 2020



Dentro del sector manufacturero, la única industria donde la capitalización bursátil es ligeramente mayor para las empresas familiares que para las no familiares es la textil (véase el Gráfico 12).

LAS EMPRESAS FAMILIARES TIENEN MENOS DEUDA E INVIERTEN MÁS EN I+D+i

En consonancia con la tendencia observada en otros mercados,[32] la Tabla 9 revela que las empresas familiares chinas muestran niveles de endeudamiento inferiores en comparación con las no familiares, tanto en relación con los activos como con los fondos propios (véase el Anexo 2).[33]

TABLA 9.

Deuda e inversión en I+D+i de las empresas familiares cotizadas vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

	Empresa familiar	Empresa no familiar
Deuda sobre activos	39 %	49 %
Deuda sobre fondos propios	78 %	120 %
Deuda sobre EBITDA	3	5,29
Inversión en I+D+i sobre las ventas	2,17 %	1,38 %

[32]Imen Latrous y Samir Trabelsi, «Do family firms use more or less debt?», *International Journal of Corporate Governance* 3(2-4) (10 enero 2010): 182-209, https://www.inderscience.com/offers.php?id=51861.

[33]En el Anexo 2, se desglosa la deuda de la empresa familiar vs. la no familiar por sector.

A pesar de las disparidades entre los tipos de compañías, resalta el elevado endeudamiento de las chinas cotizadas. Este fenómeno parece estar impulsado por la estrategia gubernamental para respaldar el crecimiento económico. Se estima que, aproximadamente, dos tercios de la deuda corporativa están en manos de empresas estatales.[34]

Por otro lado, y a diferencia de otras investigaciones que sugieren que las compañías familiares invierten menos en I+D+i,[35] según nuestros análisis las chinas registran un mayor porcentaje de I+D+i sobre las ventas que las no familiares.

LA PROPIEDAD DE LAS EMPRESAS FAMILIARES COTIZADAS CHINAS ESTÁ MUY CONCENTRADA EN SUS FUNDADORES / FAMILIA PROPIETARIA

Las compañías familiares registran una alta concentración de la propiedad. De media, la(s) persona(s) física(s) que la(s) controla(n) posee(n) el 36 % de la propiedad y el 40,91 % de los derechos de voto. Estos porcentajes son similares a los de otros mercados.[36]

LAS EMPRESAS FAMILIARES COTIZADAS CHINAS REGISTRAN UNA PRESENCIA MODERADA DE INVERSORES INSTITUCIONALES

Según los datos de CSMAR, en el año 2020 los inversores institucionales poseían, de media, un 35 % de la propiedad de las compañías familiares cotizadas en las Bolsas de Shanghái y Shenzhen. Este porcentaje es notablemente inferior al de otros mercados[37] y refleja la idiosincrasia del mercado *onshore* chino, donde, tal como ya se ha mencionado, más del 80 % de las acciones están manos de inversores minoristas.[38]

LAS EMPRESAS COTIZADAS CHINAS TIENEN UNA SIGNIFICATIVA PARTICIPACIÓN ESTATAL EN SU ACCIONARIADO

De media, el Estado posee un 3,15 % de las empresas familiares cotizadas chinas, aunque en muchos casos este dato supera el 20 %. Ese porcentaje es mucho mayor en las no familiares, donde la participación estatal es, de media, de un 31,49 %, llegando incluso al 90 % en algunas. Este dato revela la importancia de estudiar el «*family premium*» en la bolsa china, ya que sugiere que la comparación entre las empresas familiares y las no familiares cotizadas refleja, en realidad, una comparación entre compañías familiares de propiedad privada y las compañías parcial o totalmente controladas por el Estado.[39]

TABLA 10.

Propiedad estatal media de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

	Empresa familiar	Empresa no familiar
% de participación media estatal	3,15 %	31,49 %

LAS EMPRESAS COTIZADAS CHINAS CUENTAN CON UNA GRAN INFLUENCIA DE LA FAMILIA EN SU GESTIÓN

Tal como puede observarse en la Tabla 11, el CEO es, en el 55,14 % de las ocasiones, de media, el propietario controlador o un miembro de la familia. En el caso del presidente del Consejo, este porcentaje se eleva hasta el 83,14 %. Además, en el 43,94 % de las compañías familiares, el mismo familiar ocupa la posición de CEO y presidente del Consejo (CEO dual).

[34]Reuters Graphics, «China's debt problem» (acceso el 7 de febrero de 2024), https://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/rngs/CHINA-DEBT-GRAPHIC/0100315H2LG/.

[35]Patricio Duran, Nadine Kammerlander, Marc van Essen y Thomas Zellweger, «Doing more with less: Innovation input and output in family firms», *Academy of Management Journal* 59(4) (2016): 1224-1264, https://psycnet.apa.org/doi/10.5465/amj.2014.0424.

[36]Banca March-IE, *El gobierno corporativo de la empresa familiar cotizada*, 2015, https://docs.ie.edu/families-in-business/IIIBanca-March-IE-report.pdf.

[37]Laura Jiménez, Cristina Cruz y Claudia Imperatore, «Fooling Investors by Paying them More? The Role of Proxy Advisors in Listed Family Firms», *Academy of Management Proceedings* (24 de julio de 2023), https://doi.org/10.5465/AMPROC.2023.17777abstract.

[38]UBS, *Investing in China. Opportunities for global investors*, 2021, https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/chief-investment-office/market-insights/regional-outlook/2021/investing-in-china.html.

[39]Kasper Ingeman Beck, «Reforming the Chinese State Sector: Mixed ownership *reforms and state-business relations*», Journal of Contemporary China 32(140) (marzo de 2023): 264-279, https://doi.org/10.1080/10670564.2022.2071901.

TABLA 11.

Presencia familiar en puestos ejecutivos en las empresas familiares cotizadas, 2020

	Media
CEO familiar	55,14 %
Presidente familiar	83,14 %
CEO duales familiares	43,94 %

En definitiva, podemos concluir que el mercado chino es un contexto único, caracterizado por la presencia de empresas familiares muy jóvenes, la mayoría aún en primera generación, y en las que el accionista mayoritario tiene mucho poder en la toma de decisiones. Además, y a diferencia de otros mercados, las compañías familiares tienen una estructura de propiedad única, con una relevante participación estatal y una presencia moderada de inversores institucionales.

¿TODAS LAS EMPRESAS FAMILIARES SON IGUALES?

La peculiaridad del mercado bursátil chino, en el que muchas empresas familiares han surgido a raíz de una privatización estatal, lleva a preguntarse si existen diferencias entre los distintos tipos de compañías familiares identificadas en los apartados anteriores, ya que estas diferencias podrían influir en la existencia de un «*family premium*» en la bolsa china.

Al respecto, tal como muestra la Tabla 12, las cuatro tipologías de empresas familiares chinas muestran características a nivel corporativo muy parecidas, salvo en el caso del nivel de endeudamiento, donde las compañías que han surgido de una privatización estatal presentan unos niveles superiores. También existen diferencias muy significativas entre ellas en cuanto a la composición del accionariado y la influencia de la familia en la gestión: las que provienen de una privatización estatal registran una mayor presencia de inversores institucionales y un menor control por parte de la familia propietaria;[40] además, la influencia de la familia en la gestión es significativamente menor. Por ejemplo, en el caso de las empresas de fundador, este es el CEO y presidente en algo más del 51 % y el 85 % de los casos, respectivamente. Estos porcentajes disminuyen hasta poco más del 14 % y 41 %, respectivamente, en el caso de las empresas de propietario único privatizadas.

TABLA 12. Radiografía por tipo de empresa familiar, año 2020

	De fundador	De propietario único privatizada	Familiar fundadora	Familiar privatizada
Años desde su fundación	21	26	21	26
Capitalización bursátil (millones de USD)	741	547	675	728
% medio de deuda sobre activos	36,67 %	45,76 %	37,84 %	46,35 %
% medio inversión en I+D sobre ventas	2,32 %	2,41 %	2,25 %	1,27 %
% medio inversores institucionales	34,64 %	40,98 %	32,75 %	41,45 %
% medio propiedad del accionista controlador	31,81 %	20,58 %	42,36 %	28,64 %
% medio de derechos de voto del accionista controlador	36,70 %	27,29 %	45,80 %	34,18 %
% de casos con CEO accionista controlador / familiar	51,13 %	14,08 %	66,85 %	34,35 %
% de casos con presidente accionista controlador / familiar	85,48 %	41,20 %	92,56 %	63,04 %

[40]No se incluye el dato de propiedad estatal, ya que este solo está disponible para el 10 % de las observaciones y su análisis por categorías de empresa familiar podría llevar a conclusiones erróneas.

Rentabilidad de la empresa familiar cotizada china

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS
MARCH A.M.
BancaMarch

Con el fin de explorar si existe un «*family premium*», es decir, una mayor rentabilidad de la empresa familiar cotizada china frente a la no familiar, comparamos ambos tipos de compañías utilizando los siguientes indicadores:

1. Medidas de rentabilidad contables (ROA, ROE, ROCE y ROIC).[41]

2. Medidas de rentabilidad bursátil.

3. Medidas de valoración de mercado (EVA, EV/EBIT).

4. Valor económico agregado (EVA).

Estos cálculos se acompañan de indicadores del riesgo asociado a cada tipo de empresa (volatilidad, beta y Altman Z).

Adicionalmente, y dadas las diferencias encontradas en el apartado anterior entre las empresas familiares y las no familiares en cuanto a factores como el tamaño, la edad o el nivel de deuda, calculamos un modelo de predicción que, a través de una regresión lineal, estima el efecto de la propiedad familiar sobre la rentabilidad, controlado por todos estos factores (véase el Anexo 3).

TABLA 13.

Ratios de rentabilidad de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar (valores medios), 2005-2020

	Empresa familiar	Empresa no familiar
ROA	3,92 %	2,89 %
ROE	6,51 %	6 %
ROCE	7,77 %	6,98 %
ROIC	5,20 %	4,68 %

MEDIDAS DE RENTABILIDAD CONTABLES (ROA, ROE, ROCE y ROIC)

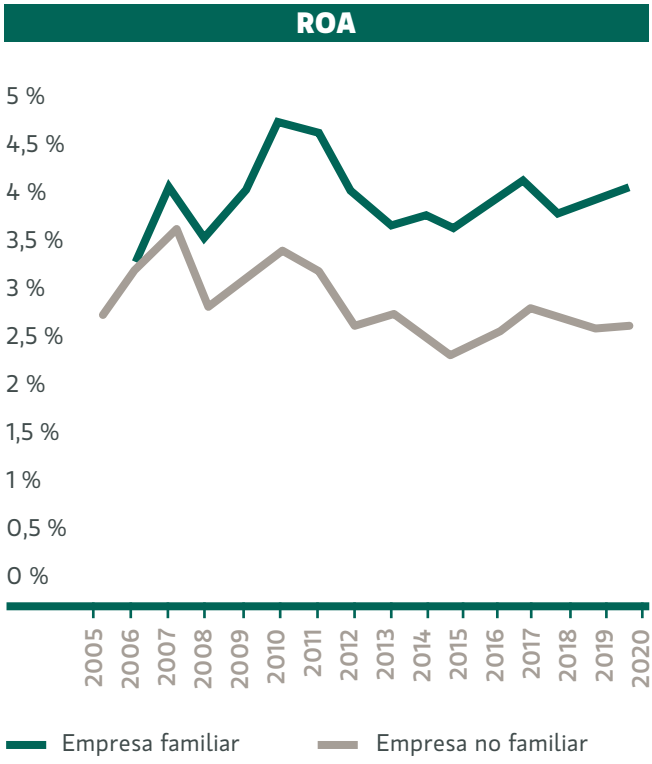
La Tabla 13 muestra que, a lo largo del periodo objeto de estudio, los indicadores de rentabilidad contable (ROA, ROE, ROCE y ROIC)[42] de las empresas familiares son significativamente superiores a los de las no familiares.

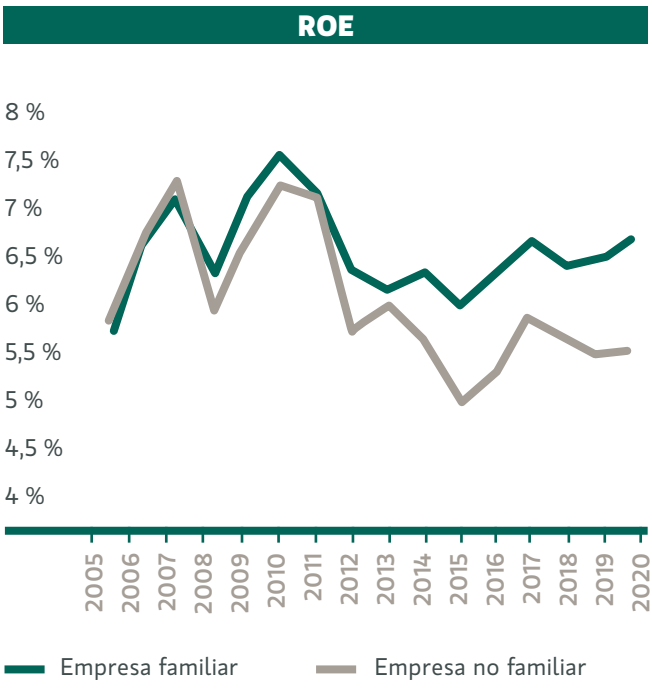
[41]Para calcular las ratios se han omitido los valores extremos y se ha tenido en cuenta del 5-95 percentil.

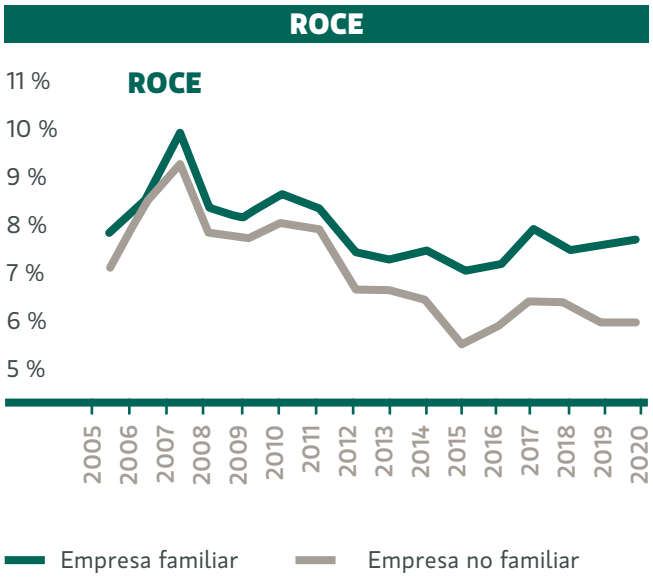
[42]Véase el Anexo 9 para conocer las fórmulas de cada uno de los ratios.

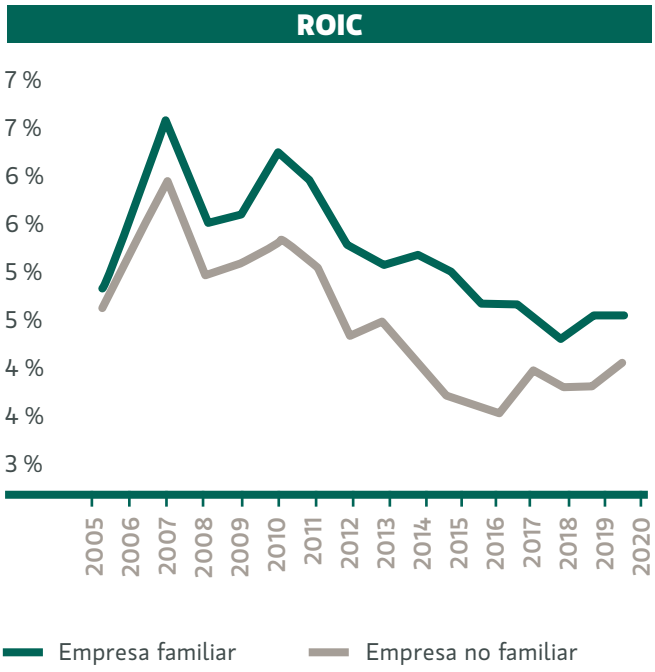
A su vez, el análisis de la evolución a lo largo del tiempo de estos indicadores (véase el Gráfico 13) revela un aumento progresivo de la rentabilidad de las empresas familiares en comparación con las no familiares durante el periodo 2005-2020.

GRÁFICO 13. Evolución de las medidas de rentabilidad contable de la empresa familiar cotizada china vs. no familiar, 2005-2020









Finalmente, el análisis sectorial de estas ratios por tipo de empresa señala que, por lo general y salvo alguna excepción (como, por ejemplo, el sector financiero), los indicadores de rentabilidad contable son superiores para la compañía familiar que para la no familiar (véase el Anexo 4).

MEDIDAS DE RENTABILIDAD BURSÁTIL

Para calcular los indicadores de rentabilidad bursátil, hemos construido dos carteras: una formada exclusivamente por compañías familiares empresas de fundador y empresas familiares, en nuestra muestra y otra para las no familiares. A su vez, para cada cartera hemos calculado:

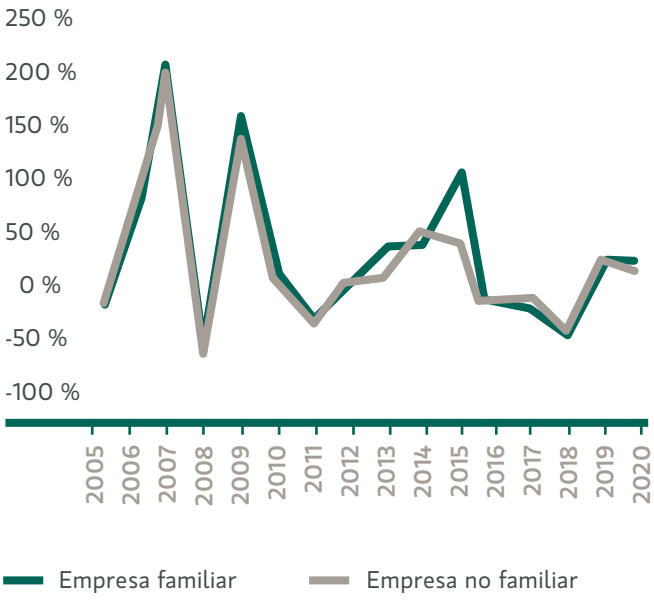
A. La rentabilidad media anual de 2005 a 2020, a partir de rentabilidades mensuales ajustadas por dividendos. Al respecto, el Gráfico 14 refleja una mayor rentabilidad para las empresas familiares, aunque sugiere la alta volatilidad de estos rendimientos en el mercado chino.

B. La **rentabilidad anual compuesta (CAGR)** de 2005 a 2020, a partir de rentabilidades mensuales ajustadas por dividendos y **sin ponderar** por capitalización bursátil.

C. La **rentabilidad anual compuesta** de 2005 a 2020, a partir de rentabilidades mensuales ajustadas por dividendos y **ponderada por capitalización bursátil.**

En ambos casos, tomando el valor 100 al inicio del año 2005, se calcula la evolución del índice a lo largo del periodo para ambas carteras a partir de las rentabilidades mensuales de estas.

GRÁFICO 14.
Rentabilidad media anual, 2005-2020



	Empresa familiar	Empresa no familiar
Rentabilidad media anual	34 %	29 %

GRÁFICO 15.
Índices de las carteras de la empresa familiar y la no familiar sin ponderar, 2005-2020

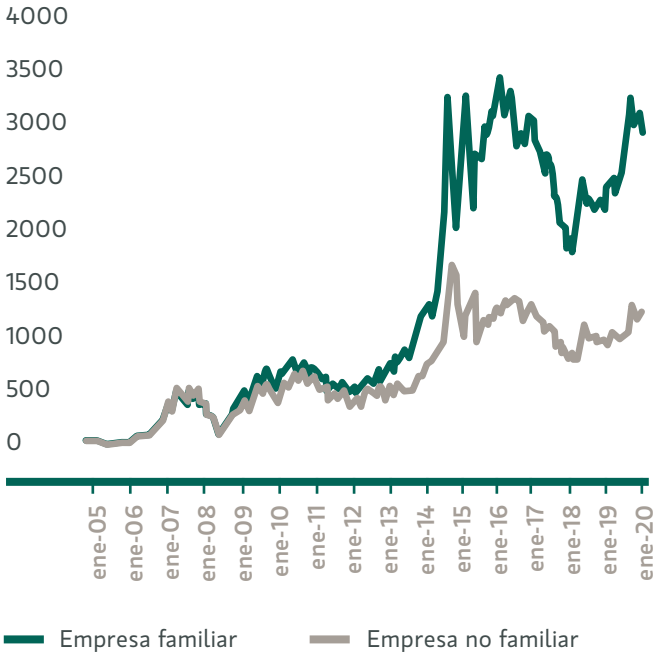
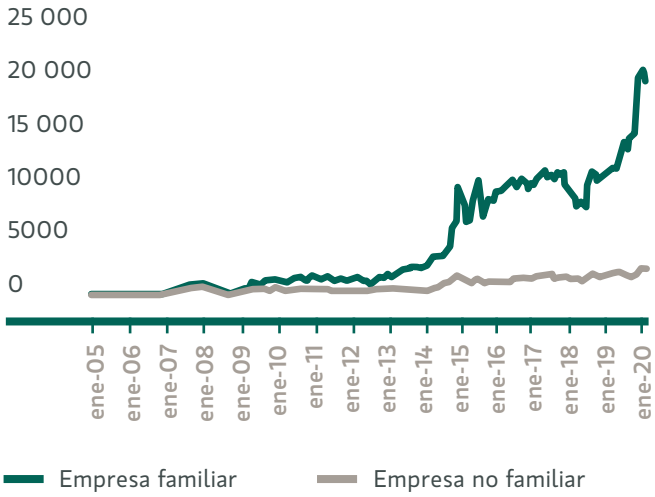


GRÁFICO 16.
Índices de las carteras de la empresa familiar y la no familiar ponderadas por capitalización bursátil, 2005-2020



El Gráfico 15 y el Gráfico 16 muestran claramente que el índice de la cartera de las empresas familiares bate al de las no familiares. A su vez, si se comparan ambos gráficos, podemos observar que, en el caso de las carteras ponderadas (Gráfico 16), la rentabilidad del índice de las compañías familiares crece de forma notable, llegando casi a duplicar la de las no familiares. Este dato sugiere el importante peso de las empresas familiares más grandes en el cálculo de la rentabilidad.

Estos resultados se traducen en una rentabilidad anual compuesta para el periodo objeto de estudio superior en 7 puntos porcentuales para la empresa familiar en el caso de la cartera no ponderada y de 18 para la ponderada (Tabla 14). Pero, tal como también puede observarse en la tabla, la mayor rentabilidad bursátil de la cartera de las empresas familiares viene acompañada de una mayor volatilidad media anual y una mayor beta.

TABLA 14.

Rentabilidad anual compuesta y volatilidades, 2005-2020

	Empresa familiar	Empresa no familiar
Rentabilidad sin ponderar	24 %	17 %
Rentabilidad ponderada	41 %	23 %
Volatibilidad media anual	30 %	25 %
Beta	1,07	0,958

A su vez, tal como se muestra en la Tabla 15, la empresa familiar sigue siendo más rentable que la no familiar cuando se consideran horizontes temporales más cortos, si bien también presenta mayores volatilidades.

TABLA 15.

Rentabilidad anual compuesta y volatilidades a 3, 5 y 10 años

		Empresa familiar	Empresa no familiar
3 años (2018-2020)	CAGR	27 %	14 %
	Volatilidad	21 %	18 %
5 años (2016-2020)	CAGR	16 %	11 %
	Volatilidad	23 %	18 %
10 años (2011-2020)	CAGR	28 %	15 %
	Volatilidad	24 %	21 %

A pesar de la mayor volatilidad de las compañías familiares, el cálculo del riesgo de insolvencia para ambos tipos de empresas a través de la Z de Altman muestra que la probabilidad de quiebra es menor para las familiares[43] (véase laTabla 16).

TABLA 16.

Z de Altman de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar, 2005-2020

	Empresa familiar	Empresa no familiar
Z de Altman	5,69	3,42

MEDIDAS DE VALORACIÓN (PER Y EV/EBIT)

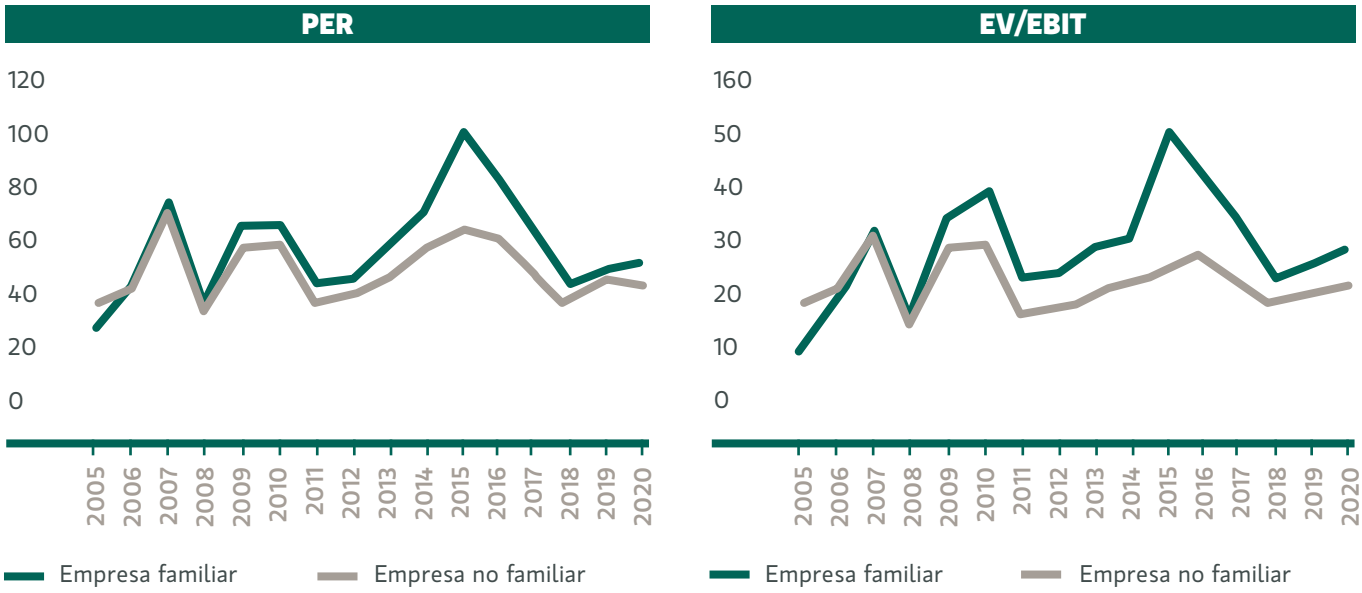
El Gráfico 17 muestra el PER (capitalización bursátil sobre beneficio neto) de las empresas cotizadas chinas familiares y no familiares. Aunque el de la familiar es superior al de la no familiar, en ambos tipos de compañías este ratio es más alto que en otros mercados,[44] lo que, de nuevo, refleja la volatilidad y complejidad del mercado chino. En línea con el ratio del PER, el ratio EV/EBIT (valor de la empresa sobre beneficios antes de intereses e impuestos) es superior para la empresa familiar que para la no familiar.

En cuanto al PER, en el Anexo 5 se recogen gráficos comparando la empresa familiar *versus* no familiar cotizada china, en función de la industria (y de los distintos sectores de la industria manufacturera). En esos gráficos se muestra que, por lo general, el PER es mayor para la compañía familiar que para la no familiar, excepto en sectores como, por ejemplo, el de manufactura o el de tecnología.

[43] Véanse, en el Anexo 9, las fórmulas para el cálculo de cada variable.

[44] Banca March-IE, *La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada (2001-2010)*, 2012, https://www.march-am.com/recursos/doc/portal/2021/06/14/ie-informe-resumen-ejecutivo.pdf.

GRÁFICO 17.
Evolución del PER y el EV/EBIT de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar, 2005-2020

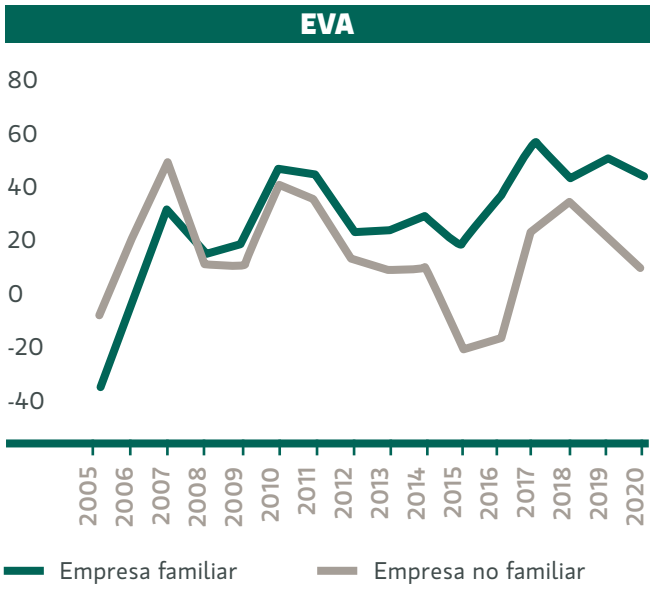


Valores medios (2005-2010)	Empresa familiar	Empresa no familiar
PER	59,77	46,39
EV/EBIT	30,40	23,24

VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA)

En línea con todos los indicadores anteriores, la comparación del valor económico agregado (*economic value added* [EVA]) entre empresas familiares y no familiares (véase el Gráfico 18) indica que las primeras han creado más valor a lo largo del periodo estudiado. La base de datos CSMAR proporciona el cálculo del EVA[45] para cada compañía de la muestra.[46] En la fórmula empleada por la base de datos se emplea un coste de capital fijo al 5,5 %. Este coste del capital fue el establecido por las autoridades chinas a través de la SASAC (State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council) para las empresas de control estatal.[47]

GRÁFICO 18. Evolución del EVA de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar, 2005-2020



	Empresa familiar	Empresa no familiar
EVA	39,42	18,50

Dado que el coste de capital fijo al 5,5 % es más bajo que el coste de capital calculado con referencias del mercado,[48] hemos realizado un análisis de sensibilidad y comprobado que, a medida que el coste de capital se va incrementando –aunque lógicamente el valor añadido disminuye–, las empresas familiares siguen creando más valor que las no familiares (véase, en el Anexo 6, el análisis de sensibilidad para el EVA).

A su vez, en el Anexo 7 hemos calculado el EVA de la compañía familiar y la no familiar por sectores (incluido el desglose de la industria manufacturera). En los gráficos del citado anexo se refleja que, en línea con los resultados anteriores, el EVA es mayor para la empresa familiar que para la no familiar, salvo en el caso de los sectores financiero e inmobiliario y el comercio al por mayor y por menor.

Este análisis comparativo confirma la existencia de un «*family premium*» en la bolsa china, es decir, una mayor rentabilidad contable y bursátil de las empresas familiares del gigante asiático en comparación con las no familiares. Este «*family premium*» viene acompañado de unas volatilidades y betas superiores a las de la empresa no familiar, aunque también revisten un menor riesgo de insolvencia.

Asimismo, el análisis confirma que las empresas familiares tienen mejores valoraciones y un mayor EVA.

El modelo de predicción de la rentabilidad (Anexo 3) confirma el «*family premium*», es decir, la mejor rentabilidad bursátil, así como la mayor rentabilidad contable y valoración, de las empresas familiares, incluso teniendo en cuenta factores que podrían explicar estas diferencias como el tamaño, sector, riesgo o año de creación.

¿EXISTE EL «*FAMILY PREMIUM*» PARA LOS DISTINTOS TIPOS DE EMPRESAS FAMILIARES?

La existencia de cuatro tipos de empresas familiares en el mercado chino, así como las diferencias encontradas entre ellas en cuanto al control y la influencia de la familia propietaria, lleva a preguntarse si el «*family premium*» se mantiene para las cuatro tipologías identificadas.

[45]Véase la fórmula en el Anexo 10.

[46]Véase la fórmula en el Anexo 10.

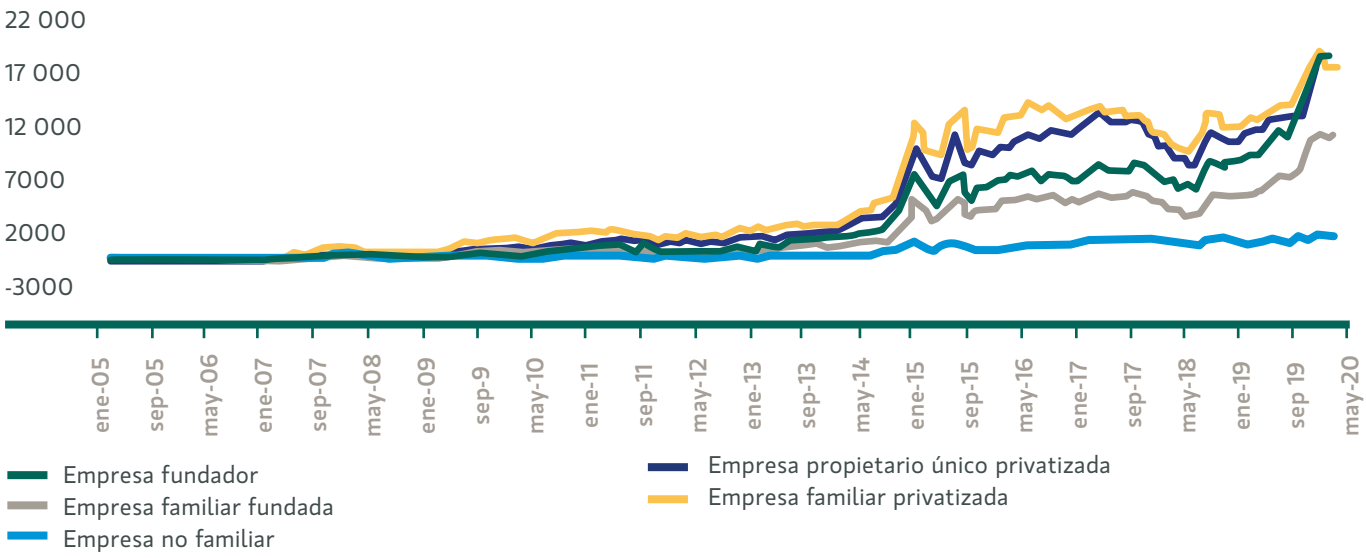
[47]Zhiguo He, Guamin Liao y Baolian Wang, *What Gets Measured Gets Managed: Investment and the Cost of Capital* (27 de agosto de 2023), National Bureau of Economic Research, https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022862.

[48]Simon S. Gao y Jane Zhang, *A Qualitative Study of the Effectiveness of EVA Implementation in Chinese State-Owned Enterprises*, (19-21 de septiembre de 2013), The 7th International Days of Statistics and Economics, https://msed.vse.cz/files/2013/103-Gao-Simon-paper.pdf.

Al respecto, el Gráfico 19 muestra la evolución de los índices ponderados de las carteras para cada tipo de compañía familiar, en comparación con el índice de la cartera de las no familiares, y refleja claramente que el «*family premium*» se mantiene con independencia del tipo de empresa familiar de que se trate.

A pesar de que no se observan diferencias significativas entre los diferentes tipos de empresa familiar, los datos contables muestran de forma clara el menor desempeño de las privatizadas frente a las que han sido fundadas por sus actuales propietarios (véase la Tabla 17).

GRÁFICO 19.
Índices de carteras por tipo de empresa familiar ponderadas por capitalización bursátil, 2005-2020



	Empresa de fundador	Empresa de propietario único privatizada	Empresa familiar fundada	Empresa familiar privatizada	Empresa no familiar
Rentabilidad	39,95 %	39,25 %	**36 %**	**39,08 %**	**23 %**

TABLA 17.
Rentabilidad contable por tipología de empresa familiar, 2005-2020

	De fundador	De propietario único privatizada	Familiar fundadora	Familiar privatizada	No familiar
ROA	4,46 %	2,10 %	4,40 %	2,54 %	2,89 %
ROE	7,22 %	4,11 %	7,11 %	5,11 %	6 %
ROCE	8,35 %	5,73 %	8,26 %	6,25 %	6,98 %
ROIC	5,72 %	3,95 %	5,53 %	4,19 %	4,68 %
PER	60,48	55,71	60,17	55,81	46,39
EV/EBIT	34,68	18,20	33,43	21,89	23,24
EVA	41,91	-7,45	47,57	38,07	18,50

¿Qué empresas familiares tienen una mayor rentabilidad bursátil?

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M.
BancaMarch

En este apartado identificamos las 100 empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil en el periodo 2016-2020.[49] Tal como puede observarse en la Tabla 18, la rentabilidad de estas compañías es muy superior a la del resto de las familiares, como también lo es su volatilidad.

TABLA 18.

Rentabilidad y volatilidad de las empresas familiares del *top* 100 vs. familiares cotizadas chinas, 2016-2020

	Top 100 familiares	Resto de empresas familiares
Rentabilidad media anual	50,49 %	3,90 %
Volatilidad media	95 %	39 %

Las empresas familiares del *top* 100 no solo registran una mayor rentabilidad bursátil, sino también contable, en términos de ROA, ROE, ROCE y ROIC, que el resto de las familiares. Asimismo, presentan mejores valoraciones en términos de PER y EV/EBIT, y un EVA muy superior (véase la Tabla 19).

TABLA 19.

Principales ratios de las empresas familiares del *top* 100 vs. familiares cotizadas chinas, 2020

	Top 100 familiares	Resto de empresas familiares
ROA	5,59 %	3,96 %
ROE	9,34 %	6,53 %
ROCE	10,31 %	7,69 %
ROIC	6,83 %	4,83 %
PER	86,45	49,09
EV / EBIT	38,95	27,74
EVA	275,22	39,71

¿QUÉ TIENEN EN COMÚN LAS EMPRESAS FAMILIARES DEL *TOP* 100?

Las empresas familiares del *top* 100 son mucho más grandes (en términos de capitalización bursátil) y tienen más deuda que el resto de las familiares, tal como puede observarse en la Tabla 20. En ella, también se puede ver que, en las compañías familiares con mayor rentabilidad bursátil, la familia ocupa en menor medida el puesto de presidente del Consejo.

TABLA 20.

Principales características de las empresas familiares del *top* 100 vs. familiares cotizadas chinas, 2020[50]

	Top 100 familiares	Resto de empresas familiares
Capitalización bursátil (millones de USD)	**3488**	**657**
Años desde su creación	23	24
Deuda sobre activos	**43 %**	**39 %**
CEO familiar	52 %	55 %
Presidente familiar	**77 %**	**83 %**
CEO dual	42 %	44 %
Directores independientes	39 %	39 %

Al analizar la distribución sectorial de las empresas del *top* 100, los resultados muestran que las empresas familiares más rentables tienen una mayor presencia en el sector más relevante entre las cotizadas chinas, el manufacturero.

Desde la perspectiva sectorial, dentro de la industria manufacturera, las empresas familiares del *top* 100 destacan en la producción de alimentos y bebidas, y productos electrónicos (véase el Gráfico 21).

[49]Véase, en el Anexo 8, la lista de las empresas familiares del *top* 100.

[50]Las diferencias estadísticamente significativas aparecen resaltadas en negrita.

GRÁFICO 20.
Distribución sectorial de las empresas familiares del *top* 100 vs. resto de familiares cotizadas chinas (%), 2020

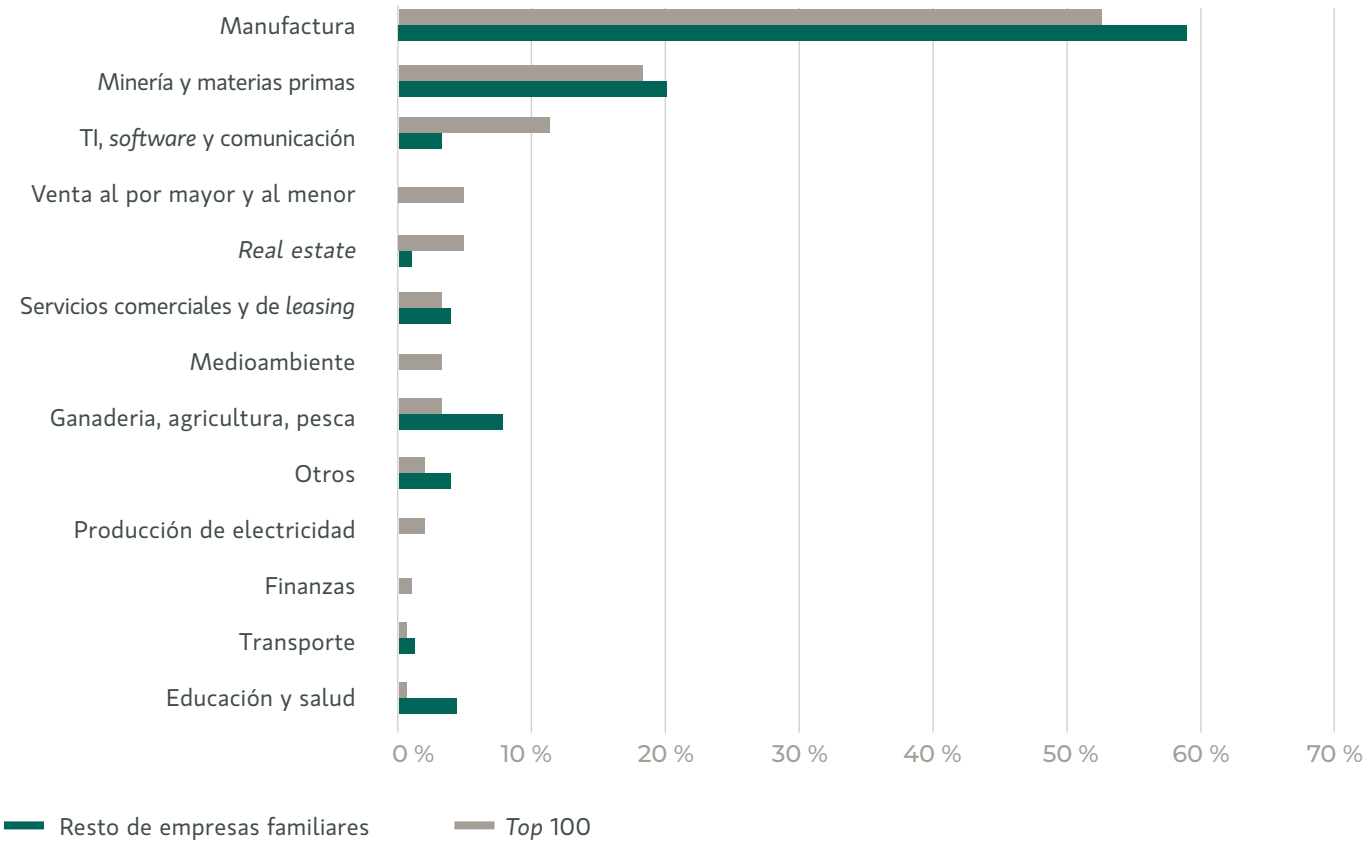
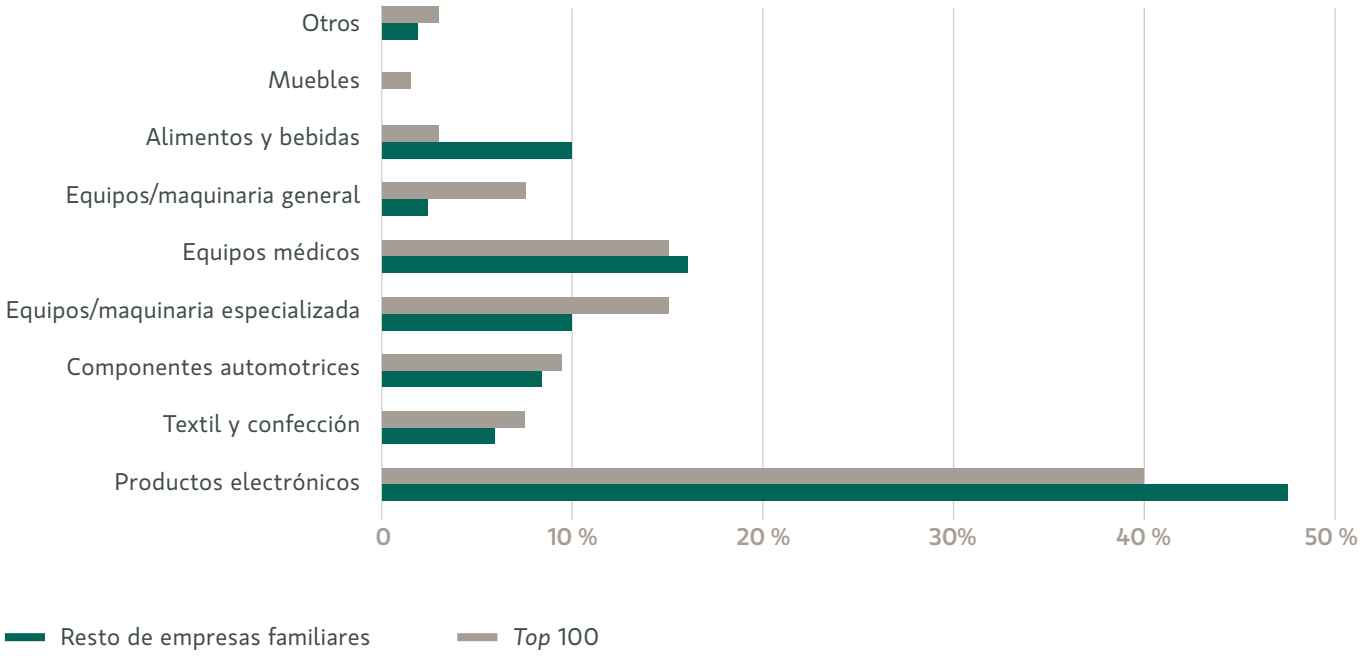


GRÁFICO 21.
Distribución en el sector manufacturero de las empresas familiares *top* 100 vs. familiares cotizadas chinas (%), 2020



A continuación, identificamos, en la Tabla 21, las 25 compañías familiares con mayor rentabilidad bursátil media anual durante el periodo 2016-2020.

TABLA 21. *Top* 25 de empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil, 2016-2020

Nombre de la compañía	Tipología de empresa familiar	Año IPO	Capitalización bursátil (millones de USD)	Rentabilidad media anual	Volatilidad	ROA	Deuda sobre activos
1 Sungrow Power Supply	De fundador	2011	14 746	121 %	152 %	7 %	61 %
2 Longi Green Energy Technology	Familiar fundada	2012	48 686	98 %	117 %	5 %	59 %
3 Jiangsu Hengli Hydraulic	Familiar fundada	2011	20 651	93 %	111 %	12 %	31 %
4 Guangzhou Tinci Materials	Familiar fundada	2014	7936	88 %	150 %	8 %	41 %
5 EVE Energy	Familiar fundada	2009	21 552	87 %	106 %	7 %	35 %
6 Muyuan Foods	Familiar fundada	2014	40 454	78 %	98 %	6 %	46 %
7 Luxshare Precision Industry	Familiar fundada	2010	55 138	77 %	85 %	11 %	56 %
8 Shanghai Bairun Investment Holding	Familiar fundada	2011	7824	75 %	106 %	20 %	17 %
9 Great Wall Motor	Familiar fundada	2011	32 165	71 %	77 %	3 %	63 %
10 Jiangxi Ganfeng Lithium	Familiar fundada	2010	15 581	71 %	120 %	5 %	39 %
11 Ingenic Semiconductor	Familiar fundada	2011	6007	70 %	151 %	0 %	8 %
12 Shanghai Milkground Food Tech	Familiar privatizada	1995	3272	69 %	109 %	4 %	41 %
13 Lingyi iTech (Guangdong)	De propietario único privatizada	2011	11 824	66 %	161 %	3 %	51 %
14 Chongqing Zhifei Biological Products	Familiar fundada	2010	33 132	66 %	81 %	22 %	46 %
15 Aier Eye Hospital Group	Familiar fundada	2009	43 212	65 %	51 %	12 %	31 %
16 Hangzhou Tigermed Consulting	De fundador	2012	16 955	64 %	36 %	4 %	8 %
17 Jiangsu Yoke Technology	Familiar fundada	2010	3894	64 %	82 %	7 %	18 %
18 Wingtech Technology	Familiar privatizada	1993	17 255	63 %	88 %	4 %	51 %
19 Tongwei	De fundador	2004	24 226	62 %	77 %	6 %	51 %
20 S.F. Holding	De propietario único privatizada	2010	56 282	60 %	65 %	1 %	49 %
21 Top Choice Medical Investment	De propietario único privatizada	1996	12 413	60 %	36 %	4 %	23 %
22 BYD	Familiar fundada	2011	49 321	58 %	77 %	3 %	68 %
23 Zhejiang Huayou Cobalt	Familiar fundada	2015	12 670	57 %	69 %	4 %	54 %
24 Foshan Haitian Flavouring and Food	De fundador	2014	90 977	57 %	42 %	22 %	3 %
25 Offcn Education Technology	Familiar privatizada	2011	30 333	56 %	81 %	0 %	70 %

Tal como puede observarse, dentro del *top* 25 predominan las empresas familiares fundadas (60 %), seguidas por las de fundador (16 %) y, finalmente, las familiares (12 %) y las de propietario único (12 %) privatizadas.

Un análisis más detallado de algunas de estas compañías familiares más rentables muestra la progresiva transformación de la identidad económica china, reconocida como la «fábrica del mundo», para convertirse en una potencia tecnológica, con presencia clave en sectores que abarcan desde energías renovables hasta tecnología inteligente.

EJEMPLOS DE EMPRESAS FAMILIARES CON MAYOR RENTABILIDAD BURSÁTIL, 2016-2020

SUNGROW POWER SUPPLY	**Especializada en soluciones de energía renovable, destaca por su desarrollo y fabricación de inversores solares y sistemas de almacenamiento de energía para proyectos fotovoltaicos. Se centra en proporcionar tecnologías innovadoras para optimizar la generación y gestión de energía limpia.**
Tipo de empresa familiar	Empresa de fundador
Año de fundación	1997
Año de entrada en bolsa	2011 (Shenzhen)
Sector	Energías renovables
Capitalización bursátil (2020)	14 746 millones de USD
Número de empleados (2020)	4492
Principal accionista	Cao Renxian (35 %)
CEO	Cao Renxian
Presidente	Cao Renxian
Otros	Ha alcanzado el puesto número 12 en la lista Fortune Future 50 de 2023, distinción que reconoce el potencial de crecimiento a largo plazo entre las más de 1700 mayores empresas públicas del mundo. Sungrow comparte clasificación con compañías de renombre como Spotify, DocuSign y Pinterest.

LONGI GREEN ENERGY TECHNOLOGY	Especializada en la fabricación de productos fotovoltaicos, es uno de los principales fabricantes mundiales de células y paneles solares de alta eficiencia.
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	2000
Año de entrada en bolsa	2012 (Shanghái)
Sector	Energías renovables
Capitalización bursátil	48 685 millones de USD
Número de empleados	46 631
Principal accionista	Li Zhenguo (28 %)
CEO	Li Zhenguo
Presidente	Zhong Baoshen
Otros	Es especialmente conocida por lograr récords en eficiencia de conversión solar. Lidera la innovación y la eficiencia en el campo de la energía solar.

JIANGSU HENGLI HYDRAULIC	Líder en tecnología hidráulica, destaca por su experiencia en el diseño e implementación de sistemas hidráulicos avanzados.
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	1990
Año de entrada en bolsa	2011 (Shanghái)
Sector	Sistemas hidráulicos y maquinaria pesada
Capitalización bursátil	20 651 millones de USD
Número de empleados	5373
Principal accionista	Wang Liping (69 %)
CEO	Qiu Yongning
Presidente	Wang Liping
Otros	Al servicio de múltiples corporaciones de la lista Fortune 500, ha logrado posicionarse como uno de los principales fabricantes de sistemas hidráulicos a nivel mundial en cuanto a escala de fabricación y nivel técnico.

EVE ENERGY	Dedicada a la fabricación de productos relacionados con el hogar inteligente y la gestión de energía, es especialmente conocida por producir dispositivos y accesorios que permiten a los usuarios monitorear y controlar diversos aspectos de sus hogares.
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	2001
Año de entrada en bolsa	2009 (Shenzhen)
Sector	Hogar inteligente y automatización
Capitalización bursátil	21 552 millones de USD
Número de empleados	9669
Principal accionista	Liu Jincheng (36 %)
CEO	Liu Jianhua
Presidente	Liu Jincheng
Otros	Uno de los productos más destacables de esta compañía es el Eve Energy ***smart plug***, un enchufe inteligente que permite a los usuarios controlar dispositivos electrónicos conectados a través de una aplicación móvil.

MUYUAN FOODS	Dedicada a la industria porcina, se ha centrado en la cría de cerdos al tiempo que ha sido pionera e innovadora en los métodos de producción porcina.
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	1992
Año de entrada en bolsa	2014 (Shenzhen)
Sector	Industria porcina
Capitalización bursátil	40 454 millones de USD
Número de empleados	121 995
Principal accionista	Qi Yinglin (54 %)
CEO	Qi Yinglin
Presidente	Qi Yinglin
Otros	Es el segundo productor de cerdos más grande de China. Ha obtenido 436 patentes nacionales y ha sido reconocida como la «principal empresa nacional de industrialización agrícola» y de «tecnología nacional de la industria porcina».

Grandes desafíos de las empresas familiares cotizadas chinas

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M.
BancaMarch

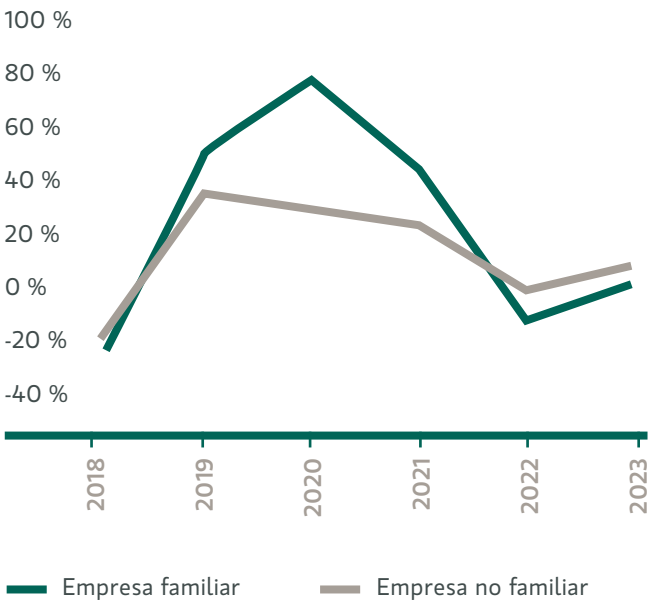
En este apartado se analizan los principales retos a los que se enfrentan actualmente las empresas familiares cotizadas chinas: las consecuencias del COVID-19, la transición generacional y la sostenibilidad.

EL IMPACTO DEL COVID-19

La reciente pandemia tuvo un impacto sin precedentes en la economía mundial, y la china no fue una excepción, lo cual generó una gran incertidumbre en sus mercados financieros. Los datos muestran que esta incertidumbre impactó de forma muy negativa en las empresas familiares. En conceto, el número de compañías familiares cotizadas se redujo aproximadamente un 25 % del año 2020 al 2021. Un análisis más detallado de estas empresas indica que no se trata de casos de quiebra, sino que, en la mayoría de ellas, el fundador o la familia propietaria dejaron de tener el control, es decir, pasaron a ser compañías no familiares.

El COVID-19 también afectó negativamente a la rentabilidad de las empresas familiares que sobrevivieron, que sufrieron una caída relativa mayor comparada con las no familiares, tal como indica el Gráfico 22. En todo caso, los datos disponibles de 2023 sugieren el inicio de la recuperación de la crisis para ambos tipos de empresas.

GRÁFICO 22.
Rentabilidad media anual de la empresa familiar cotizada china vs. la no famliar, 2018-2023



A pesar de la menor rentabilidad media anual de la empresa familiar, la rentabilidad anual compuesta desde que comenzó la pandemia (año 2020) hasta el año 2023 ha sido superior (24 %) frente a la de la no familiar (14 %). Esta mayor rentabilidad está, de nuevo, acompañada de una mayor volatilidad: la volatilidad media de la compañía familiar para este periodo ha sido del 19 %, frente al 15 % de la no familiar (véase la Tabla 22).

TABLA 22.
Rentabilidad anual compuesta y volatilidades de la empresa cotizada china vs. la no familiar, 2018-2023

	Empresa familiar	Empresa no familiar
CAGR	24 %	14 %
Volatilidad media	19 %	15 %

La evolución post-COVID-19 de la rentabilidad bursátil de las empresas identificadas en la Tabla 21 como las más rentables del periodo pre-COVID-19 (2016-2020), se muestra en la Tabla 23. Tal como puede observarse, solo una —Sungrow Power Supply— ha superado la rentabilidad media anual del conjunto de empresas familiares durante el periodo post-COVID-19 (12 %). Además, de este *ranking*, solo cuatro compañías han registrado una rentabilidad positiva durante los últimos tres años post-COVID-19: Sungrow Power Supply, Guangzhou Tinci Materials Technology, Jiangsu Yoke Technology y BYD.

TABLA 23.

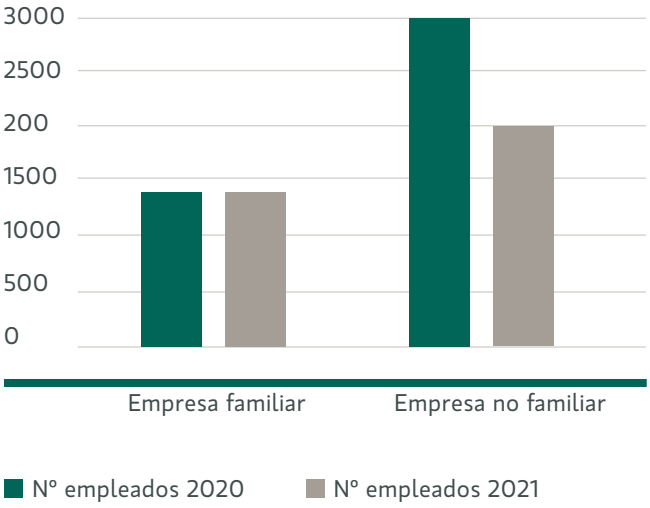
Evolución de la rentabilidad bursátil. *Top* 25 de empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil, 2016-2020

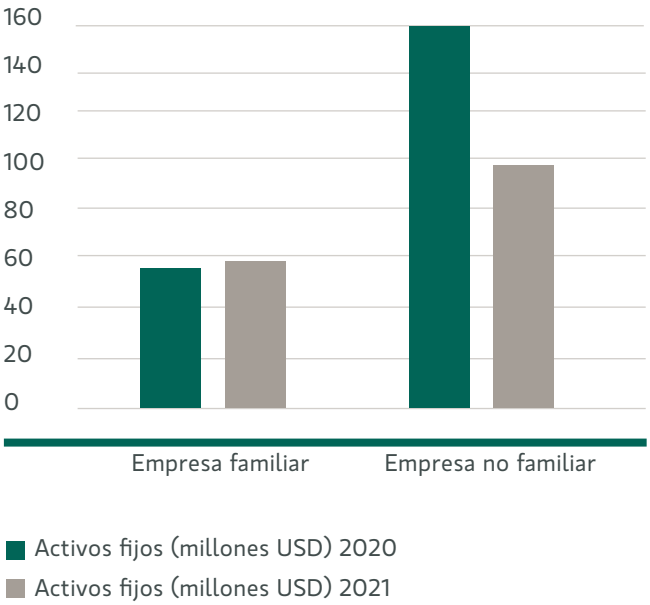
Nombre de la compañía	Tipología de empresa familiar	Año IPO	Capitalización bursátil 2020 (millones de USD)	Rentabilidad media anual pre-COVID-19 (2016-2020	Rentabilidad media anual post-COVID-19 (2021-2023)
1 Sungrow Power Supply	De fundador	2011	14 746	121 %	19 %
2 Longi Green Energy Technology	Familiar fundada	2012	48 686	98 %	-15 %
3 Jiangsu Hengli Hydraulic	Familiar fundada	2011	20 651	93 %	-20 %
4 Guangzhou Tinci Materials	Familiar fundada	2014	7936	88 %	8 %
5 EVE Energy	Familiar fundada	2009	21 552	87 %	-11 %
6 Muyuan Foods	Familiar fundada	2014	40 454	78 %	-8 %
7 Luxshare Precision Industry	Familiar fundada	2010	55138	77 %	-13 %
8 Shanghai Bairun Investment Holding	Familiar fundada	2011	7824	75 %	-21 %
9 Great Wall Motor	Familiar fundada	2011	32 165	71 %	-7 %
10 Jiangxi Ganfeng Lithium	Familiar fundada	2010	15 581	71 %	-9 %
11 Ingenic Semiconductor	Familiar fundada	2011	6007	70 %	-3 %
12 Shanghai Milkground Food Tech	Familiar privatizada	1995	3272	69 %	-31 %
13 Lingyi iTech (Guangdong)	De propietario único privatizada	2011	11 824	66 %	-8 %
14 Chongqing Zhifei Biological Products	Familiar fundada	2010	33 132	66 %	-13 %
15 Aier Eye Hospital Group	Familiar fundada	2009	43 212	65 %	-21 %
16 Hangzhou Tigermed Consulting	De fundador	2012	16 955	64 %	-28 %
17 Jiangsu Yoke Technology	Familiar fundada	2010	3894	64 %	3 %
18 Wingtech Technology	Familiar privatizada	1993	17 255	63 %	-16 %
19 Tongwei	De fundador	2004	24 226	62 %	-8 %
20 S.F. Holding	De propietario único privatizada	2010	56 282	60 %	-22 %
21 Top Choice Medical Investment	De propietario único privatizada	1996	12 413	60 %	-34 %
22 BYD	Familiar fundada	2011	49 321	58 %	4 %
23 Zhejiang Huayou Cobalt	Familiar fundada	2015	12 670	57 %	-12 %
24 Foshan Haitian Flavouring and Food	De fundador	2014	90 977	57 %	-30 %
25 Offcn Education Technology	Familiar privatizada	2011	30 333	56 %	-44 %

GUANGZHOU TINCI MATERIALS TECHNOLOGY	Dedicada a la investigación y el desarrollo, así como a la producción de nuevos materiales químicos, tiene una destacada especialización en la fabricación de electrolitos.
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	2000
Año de entrada en bolsa	2014 (Shenzhen)
Sector	Materiales químicos
Capitalización bursátil	79,36 millones de USD
Número de empleados	2933
Principal accionista	Xu Jinfu (38 %)
CEO	Xu Jinfu
Presidente	Xu Jinfu
Otros	Desempeña un papel clave en la industria, al suministrar materiales esenciales para baterías de iones de litio, respaldando el avance de la tecnología de almacenamiento de energía.

JIANGSU YOKE TECHNOLOGY	Especializada en la fabricación de componentes electrónicos y productos de energía renovable.
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	1997
Año de entrada en bolsa	2010 (Shenzhen)
Sector	Tecnología y energía renovable
Capitalización bursátil	3894 millones de USD
Número de empleados	1231
Principal accionista	Shen Qi (48 %)
CEO	Shen Qi
Presidente	Shen Qi
Otros	Ha sido reconocida por la innovación y sostenibilidad de sus productos, lo que la posiciona como una empresa destacada en el campo de la tecnología en China.

GRÁFICO 23. Número de empleados y activos fijos, 2020 y 2021





Por otro lado, las empresas familiares chinas experimentaron una reducción significativamente menor de empleados en comparación con las no familiares durante la pandemia, tal como muestra el Gráfico 23. Además, mientras que las no familiares disminuyeron de forma considerable su inversión en activos fijos como respuesta al COVID-19, las familiares lograron mantenerla estable. En concordancia con la evidencia observada en otros mercados, estos datos sugieren una mayor seguridad laboral ofrecida por las compañías familiares y la adopción de una perspectiva largoplacista en sus decisiones.[51]

EL RETO DE LA TRANSICIÓN GENERACIONAL

La juventud de la empresa familiar cotizada en China, donde el 76 % están controladas y gestionadas aún por la primera generación, plantea un importante reto de transición generacional.

Para estimar la importancia de este desafío en el caso de las compañías chinas, construimos una cartera por cada tipo de empresa familiar, en función del momento del proceso de transición generacional en el que se encuentren. En línea con las numerosas evidencias sobre los riesgos inherentes a la sucesión en las empresas familiares, esta representa un momento delicado para la familiar cotizada china. Al respecto, el Gráfico 24 muestra la evolución del índice de la cartera de las empresas familiares en la primera generación frente al resto. Esto se traduce en una mayor rentabilidad anual compuesta (CAGR) para el periodo. Esta mayor rentabilidad bursátil de la empresa familiar en primera generación viene acompañada de una mayor rentabilidad contable, en términos de ROA (véase la Tabla 24).

[51]Philipp Jaufenthaler, «A safe haven in times of crisis: The appeal of family companies as employers amid the COVID-19 pandemic», *Journal of Family Business Strategy* 14(1) (marzo de 2023), 100520, https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2022.100520.

GRÁFICO 24. Índices de las carteras de empresa familiar por generación

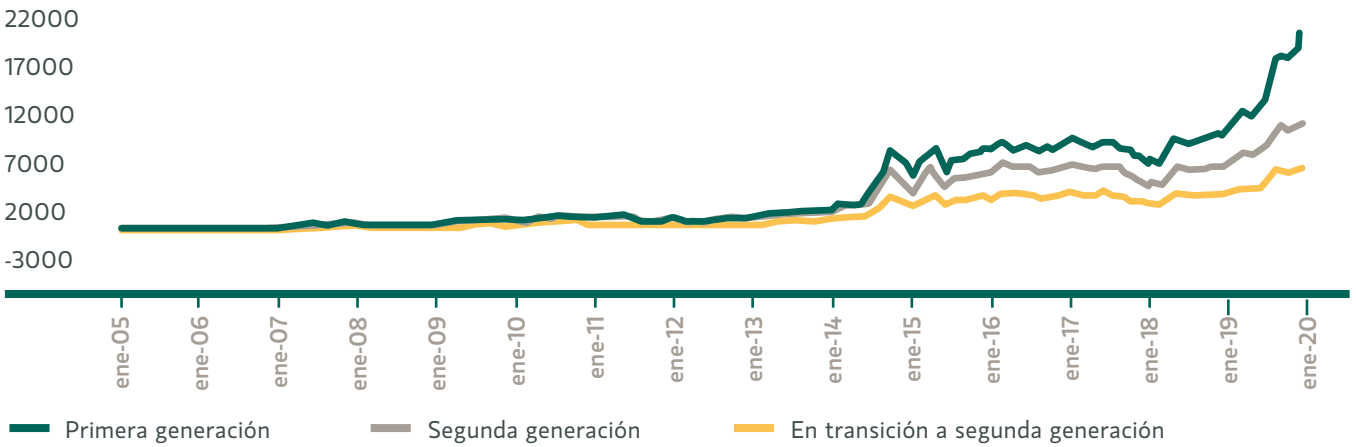


TABLA 24.

Rentabilidad anual compuesta y ROA según la generación, 2005-2020

	Empresa en 1.ª generación	En transición a 2.ª generación	En 2.ª generación
CAGR	39,4 %	29,6 %	34,20 %
ROA	4,31 %	3,95 %	4,10 %

Tal como se ha mencionado al comienzo de este informe, la reforma de la política de hijo único culminada en el año 2013, que eliminaba la prohibición de tener más de un hijo, ha aumentado la probabilidad de sucesión familiar y la posibilidad de que la familia continúe con la gestión. Según los datos de nuestra base, en las de segunda generación el puesto de CEO está ocupado el 59 % de las veces por un miembro de la familia. El 44,6 % de estos sucesores tienen un alto nivel formativo, que incluye un máster o un doctorado.

A continuación, se muestran ejemplos de empresas familiares cotizadas chinas donde la segunda generación ya es accionista y participa en la gestión y/o el gobierno de la compañía.

SANQUAN FOOD	**Especializada en la producción y distribución de alimentos congelados, incluyendo una variedad de productos como *dumplings*, *baozi* (bollos chinos al vapor) o rollitos de primavera, entre otros.**
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	2001
Año de entrada en bolsa	2008 (Shenzhen)
Sector	Alimentación
Capitalización bursátil	2904 millones de USD
Número de empleados	7161
Principal accionista	Chen Zemin, Chen Nan, Chen Xi (entre los tres tienen el 59 % de la propiedad)
CEO	Chen Xi
Presidente	Chen Nan
Otros	El presidente es el primer hijo del fundador (Chen Zemin) y el segundo hijo es el CEO.

ZHEJIANG LONGSHENG GROUP	**Opera en varios sectores, incluyendo la producción de químicos. También se dedica a la fabricación de productos agrícolas, materiales de construcción y productos de papel, entre otros.**
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	1998
Año de entrada en bolsa	2003 (Shenzhen)
Sector	Químico
Capitalización bursátil	6203 millones de USD
Número de empleados	8284
Principal accionista	Ruan Shuilong, Ruan Weixiang, Xiang Zhifeng (entre los tres tienen el 24 % de la propiedad)
CEO	Ruan Weixiang
Presidente	Ruan Weixiang
Otros	Ruan Shuilong, hijo del fundador, es el actual CEO y presidente.

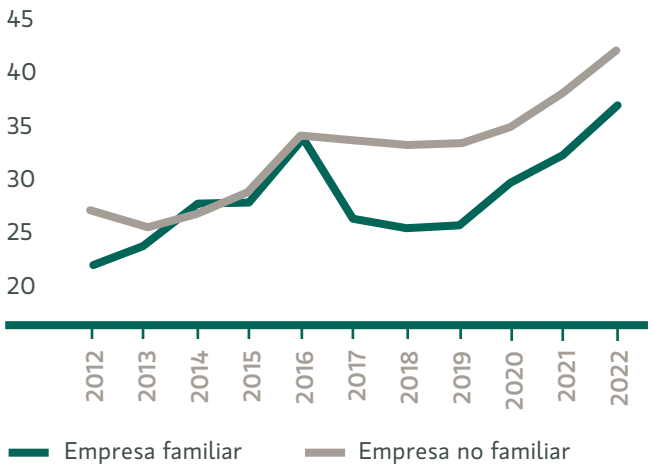
EL RETO DE LA SOSTENIBILIDAD

En línea con la apertura de los mercados bursátiles del gigante asiático a la inversión extranjera, las compañías cotizadas están realizando importantes avances en materia de sostenibilidad. En 2020, un total de 1021 empresas chinas cotizadas en las bolsas de Shenzhen y Shanghái habían publicado informes anuales de ESG en comparación con las 371 que lo habían hecho en 2009.[52] Sin embargo, la disponibilidad de la información relacionada con cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza varía enormemente, lo que dificulta a los inversores la comparación de puntuaciones ESG de China con las de otros mercados o regiones.

Por un lado, aunque la cobertura de los índices de ESG internacionales tales como Refinitiv, Bloomberg o Sustainalytics sobre empresas del gigante asiático ha ido en aumento, hoy en día todavía ofrecen información de una muestra muy reducida de las compañías cotizadas de Shanghái y Shenzen. Por ejemplo, el índice de Refinitiv[53] ofrecía, en 2022, información sobre 950 empresas de la bolsa continental china, lo que representa un 22 % del total. Aun así, esto supone una mejora sustancial, pues en 2012 solo incluía 50 compañías cotizadas chinas.

A pesar de esta limitación, hemos realizado un análisis temporal de los datos proporcionados por Refinitiv. Tal y como muestra el Gráfico 25, las empresas familiares tienen una puntuación, en materia de ESG, menor que las no familiares para todo el periodo 2012-2022, aunque esta puntuación

GRÁFICO 25.
Puntuación ESG de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar proporcionada por Refinitiv, 2012-2022



	Empresa familiar	Empresa no familiar
Refinitiv (media 2012-2022)	31,72	35,99

[52]Zoey Zhang, «What is ESG Reporting and Why is it Gaining Traction in China?», *China Briefing*, 13 de enero de 2022, https://www.china-briefing.com/news/what-is-esg-reporting-and-why-is-it-gaining-traction-in-china/.

[53]El índice Refinitiv –Thompson Reuters hasta el año 2018– mide el desempeño, el compromiso y la eficacia en materia de ESG de una compañía en diez temas principales, entre ellos, emisiones, innovación ambiental de los productos, derechos humanos o accionistas), según los datos públicos disponibles. Este índice ofrece una puntuación de 0 a 100 en materia de ESG, donde el 0 indica un desempeño pobre y el 100 un desempeño excelente.

ha ido en aumento con el paso del tiempo para ambos tipos de compañías, lo que de nuevo muestra avances en la economía china en este sentido.

Para el año 2023, el índice de sostenibilidad proporcionado por Bloomberg[54] indica que la diferencia entre el registrado por la empresa familiar y la no familiar se mantiene. En todo caso, la comparación entre índices debe llevarse a cabo con cautela, ya que la evidencia muestra una muy baja convergencia entre ellos.[55]

En la Tabla 26, se muestran las diez empresas familiares chinas con mejor puntuación ESG en 2023, en Bloomberg.

TABLA 25.

Puntuación ESG de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar proporcionada por Bloomberg, 2023

	Empresa familiar	Empresa no familiar
Bloomberg	2,14	2,36

La empresa familiar china con mejor comportamiento en relación a los indicadores ESG es Mindray, dedicada a la fabricación y comercialización de equipos médicos

Aunque la base de datos CSMAR no contiene datos sobre índices ESG, permite analizar la evolución de algunos aspectos en materia de gobierno corporativo de las empresas familiares chinas, tal como se detalla a continuación.

A) Directores independientes y CEO duales

El gobierno corporativo de las empresas cotizadas chinas ha experimentado un cambio significativo a lo largo del tiempo. A comienzo de los años noventa, cuando la mayoría de las compañías eran aún estatales, las prácticas de gobierno corporativo eran muy limitadas, pues el Estado seguía interviniendo en las operaciones de las empresas y eligiendo a los altos directivos. Con la progresiva liberalización del mercado chino, la efectividad del gobierno corporativo de las compañías cotizadas ha ido mejorando, prestándose una especial atención a reforzar el rol del Consejo de Administración a través de la incorporación de directores independientes y la separación del rol de presidente del Consejo y el de CEO.[56]

[54]El índice de Bloomberg usa datos disponibles públicamente para realizar puntuaciones ESG en una escala de 0 a 10, donde una puntuación más alta indica un mejor desempeño ESG. Al igual que para el de Refinitiv, para este índice la muestra de empresas cotizadas chinas analizada es limitada, en concreto, 1277 de la base de datos en 2023.

[55]Un estudio realizado en 2020 comparaba las puntuaciones de las agencias de calificación internacionales Bloomberg, MSCI, y FTSE, y de los índices locales SynTao, RKS, SSII, y CASVI. Los resultados mostraron que solo un tercio de las empresas cubiertas por los siete índices son reconocidas entre las 100 primeras en todos ellos.

[56]Datos obtenidos de la base de datos CSMAR (acceso el 7 de febrero de 2024), https://data.csmar.com/.

TABLA 26.

***Top* 10 de empresas familiares con mejor puntuación ESG de Bloomberg, 2023**

Ranking	Nombre de la empresa	Puntuación Bloomberg	Sector
1	Shenzhen Mindray-Bio-Medical Electronics	5,95	Manufactura
2	Shandong Linglong Tyre	5,66	Materias primas
3	Shenzhen Inovance Technology	5,59	Manufactura
4	Mianyang Fulin Precision	5,55	Manufactura
5	Nanjing Iron and Steel	5,5	Materias primas
6	Beijing United Technology Information	5,37	TI
7	Fuyao Glass Industry Group	5,28	Materias primas
8	Trina Solar	5,11	Manufactura
9	Ningbo Joyson Electronic Corporation	5,06	Manufactura
10	Proya Cosmetics	5,02	Materias primas

SHENZHEN MINDRAY-BIO-MEDICAL ELECTRONICS	Dedicada a la fabricación y comercialización de equipos médicos, incluyendo dispositivos de diagnóstico, monitores de pacientes, equipos de anestesia y ventilación, instrumentos de análisis clínico, etc.
Tipo de empresa familiar	Empresa de fundador
Año de fundación	1991
Año de entrada en bolsa	2018 (Shenzhen)
Sector	Fabricación y comercialización de equipos médicos.
Capitalización bursátil	72 504 millones de USD
Número de empleados	11 833
Principal accionista	Xu Hang, Li Xiting (entre los dos tienen el 59 % de la propiedad)
CEO	Wu Hao
Presidente	Li Xiting
Otros	Debido a su excelente desempeño en materia de ESG, ha sido reconocida en el ***top*** 20 de la ESG Competitiveness List de las compañías farmacéuticas chinas cotizadas.

Es interesante destacar que, a diferencia de otros mercados, el porcentaje de directores independientes es ligeramente superior en la empresa familiar cotizada china en comparación con la no familiar (véase el Gráfico 26), lo cual es, probablemente, un reflejo de la elevada presencia del Estado en las no familiares. El gráfico también muestra que, en ambos tipos de compañías, el porcentaje de directores independientes ha aumentado entre 2005 y 2020.

Por otro lado, tal como muestra el Gráfico 27, las empresas familiares registran un mayor porcentaje de CEO duales —es decir, CEO que también ocupan la posición de presidente—, en relación con las no familiares. Asimismo, el gráfico refleja que mientras

GRÁFICO 26.
Evolución del porcentaje de directores independientes de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2005-2020

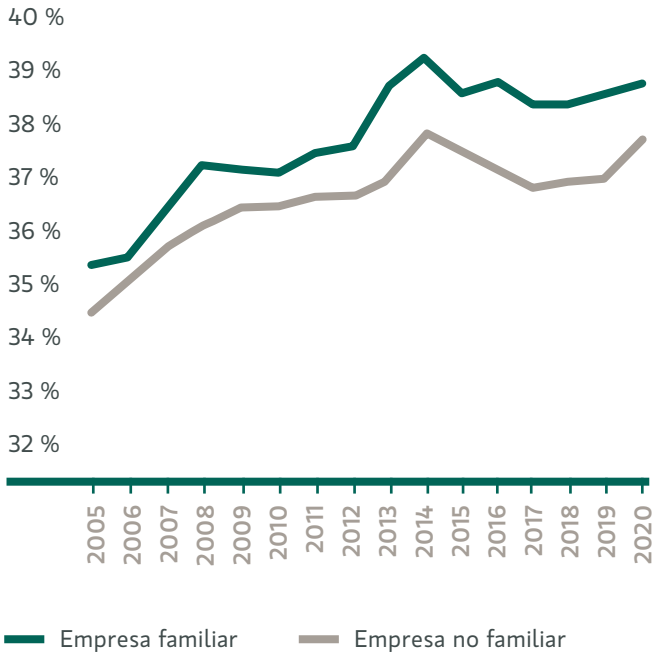
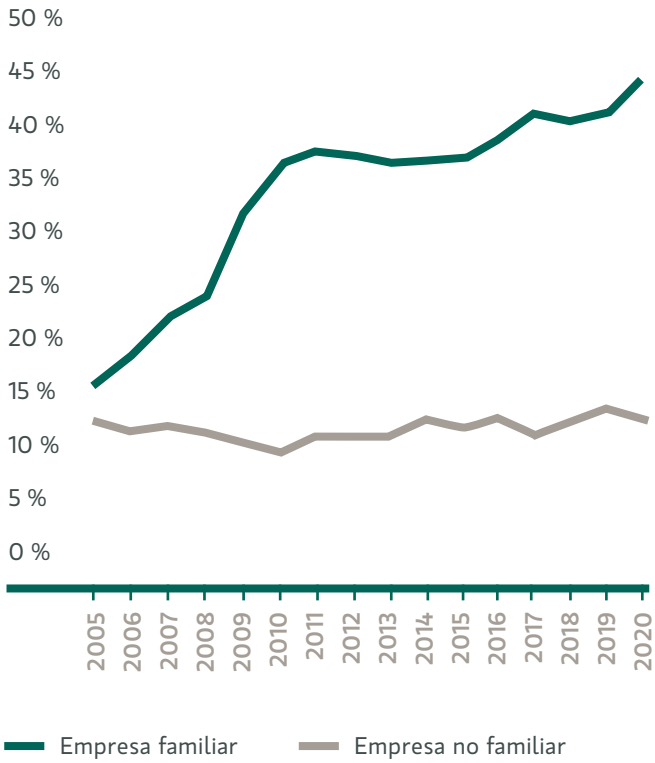


GRÁFICO 27.
Porcentaje de CEO duales de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2005-2020



este porcentaje se ha mantenido a lo largo del tiempo en las compañías no familiares, ha crecido en las familiares.

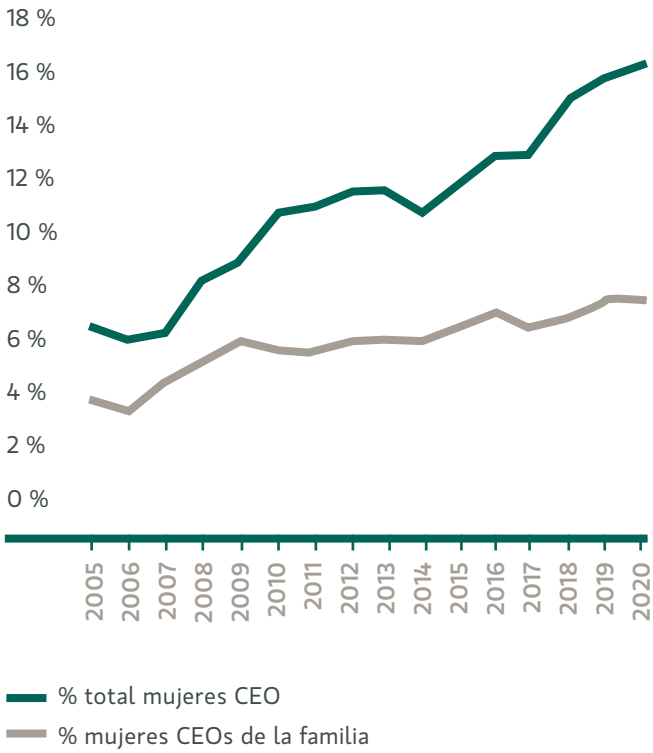
B) El rol de la mujer en la empresa familiar cotizada china

La presencia de mujeres en altos puestos ejecutivos representa un gran desafío a nivel mundial, pero en el caso de China este reto es incluso más acentuado, pues las mujeres chinas no solo son promovidas a cargos ejecutivos con menor frecuencia que los hombres, sino también con menor frecuencia que las mujeres de muchos otros países.[57]

Nuestros datos muestran que, a lo largo del periodo objeto de estudio, se ha incrementado la presencia de la mujer en esos roles, ya que el porcentaje total de mujeres que ocupan la posición de CEO en empresas familiares cotizadas chinas ha crecido 10 puntos porcentuales, pasando del 6 % del año 2005 al 16 % del año 2020 (Gráfico 28). Sin embargo, si nos fijamos únicamente en la evolución del porcentaje de mujeres pertenecientes a la familia que ocupan

[57]Christina Zhu, *China Needs More Women in Executive Leadership*, Spencer Stuart – Bain & Company (marzo de 2023), https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/china-needs-more-women-in-executive-leadership.

GRÁFICO 28.
Evolución del porcentaje de mujeres CEO en las empresas familiares cotizadas chinas, 2005-2020



la posición de CEO, observamos cómo, con relación al total de mujeres CEO, su evolución ha sido mucho menor, pasando del 3 % en 2005 al 8 % en 2020.

A continuación, se expone el ejemplo de dos empresas familiares en las que hay una mujer de la familia a cargo de ellas:

ZHEJIANG JIUZHOU PHARMACEUTICAL	**Dedicada a la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos.**
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	1998
Año de entrada en bolsa	2014 (Shanghái)
Sector	Farmacéutico
Capitalización bursátil	4036 millones de USD
Número de empleados	3586
Principal accionista	Hua Lirong, Hua Xuande, Hua Xiaohui (entre los tres tienen el 44 % de la propiedad)
CEO	Hua Lirong
Presidente	Hua Lirong
Otros	Hua Lirong, hija del fundador, es la presidenta y CEO de la compañía.

NEW HOPE LIUHE	**Líder en la industrialización agrícola con operaciones que abarcan desde la alimentación animal y la cría de ganado hasta el procesamiento de carne y las inversiones financieras. En 2018, ocupó el puesto 126 entre las 500 principales empresas chinas en la lista Fortune.**
Tipo de empresa familiar	Empresa familiar fundada
Año de fundación	1998
Año de entrada en bolsa	1998 (Shenzhen)
Sector	Agricultura y alimentación
Capitalización bursátil	14 130 millones de USD
Número de empleados	95 993
Principal accionista	Liu Yonghao, Liu Chang, Li Wei (entre los tres tienen el 55 % de la propiedad)
CEO	Zhang Minggui
Presidente	Liu Chang
Otros	Liu Chang, hija del fundador, es la presidenta de la compañía.

Conclusiones

Este estudio profundiza en la dinámica de las empresas familiares cotizadas en China, destacando su relevancia en el mercado bursátil y subrayando la necesidad de comprender sus complejas dinámicas para orientar posibles estrategias de inversión en un entorno desafiante.

La existencia de un «*family premium*» en compañías cuya vida media no supera los 24 años sugiere que la adopción de una visión a largo plazo, que evita sesgos cortoplacistas, no es exclusiva de empresas familiares centenarias. De hecho, los propietarios de las compañías familiares del gigante asiático han demostrado gestionar de una manera más eficiente sus activos y obtener mejores rendimientos en el mercado bursátil que las compañías no familiares. En el marco de la transformación económica de este país, nuestro análisis refleja el papel fundamental que las empresas de propiedad familiar están desempeñando en dicha transformación, liderando sectores estratégicos como la fabricación de vehículos eléctricos o las energías renovables.

En línea con la gestión basada en un horizonte temporal largoplacista, las compañías familiares analizadas muestran una gestión prudente del riesgo, una escasa probabilidad de insolvencia y unos bajos niveles de deuda. Frente a esta gestión cauta del riesgo, resulta paradójica la mayor volatilidad de sus rendimientos bursátiles, lo cual plantea reflexiones sobre la incertidumbre que afrontan al cotizar en mercados vinculados a una economía muy intervenida.

A pesar de los desafíos existentes, se vislumbran perspectivas prometedoras. La entrada en las empresas de una segunda generación, con un nivel de formación más alto que el de sus predecesores y una perspectiva internacional, podría impulsar avances en materia de sostenibilidad y liderar cambios positivos en la gestión de sus compañías. Además, la demanda creciente de apertura por parte de estas nuevas generaciones y una nueva clase social emergente podrían contrarrestar el peso del Estado, brindando un impulso renovado a la dinámica empresarial en el gigante asiático.

En este contexto, las empresas familiares chinas se presentan como una opción atractiva para inversores que buscan rendimientos a largo plazo. Sin embargo, en un mercado altamente volátil, donde los riesgos son notables, resulta fundamental conocer la idiosincrasia de esas compañías en este contexto para guiar a los inversores hacia una gestión activa que descubra oportunidades de inversión y mitigue riesgos.

Anexos

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS
MARCH A.M.
BancaMarch

ANEXO 1. *TOP* 100 DE LAS EMPRESAS FAMILIARES COTIZADAS CHINAS POR CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL, 2020

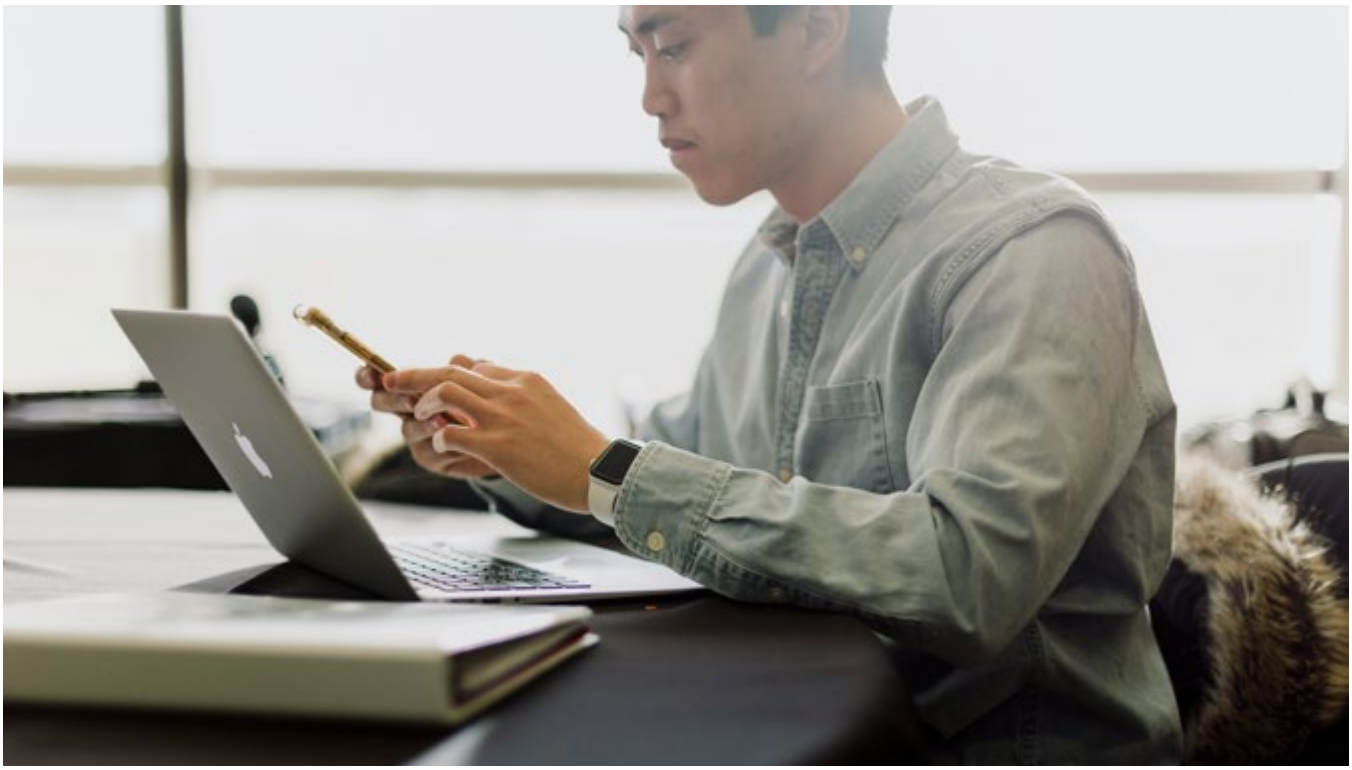
TABLA 27.

***Top* 100 de las empresas familiares cotizadas chinas por capitalización bursátil, 2020**

Ranking	Nombre de la empresa	Capitalización bursátil (millones de USD)
1	Contemporary Amperex Technology	114 506
2	Midea Group	96 884
3	Foshan Haitian Flavouring and Food	90 977
4	Jiangsu Hengrui Medicine	83 198
5	Shenzhen Mindray Bio-Medical Electronics	72 504
6	S.F. Holding	56 282
7	Luxshare Precision Industry	55 138
8	BYD Company Limited	49 321
9	Longi Green Energy Technology	48 686
10	Aier Eye Hospital Group	43 212
11	Sany Heavy Industry	41 521
12	Muyuan Foods	40 454
13	Wuxi AppTec	40 263
14	East Money Information	37 381
15	Chongqing Zhifei Biological Products	33 132
16	Great Wall Motor Company Limited	32 165
17	Offcn Education Technology	30 333
18	Shanghai Will Semiconductor	28 070
19	Hengli Petrochemical	27 564
20	Beijing Kingsoft Office Software	26 526
21	Rongsheng Petrochemical	26 093
22	Tongwei	24 226
23	Shenzhen Inovance Technology	22 463
24	EVE Energy	21 552
25	Jiangsu Hengli Hydraulic	20 651
26	Focus Media Information Technology	20 282
27	Yonyou Network Technology	20 086
28	Lens Technology	18 787
29	Yunnan Energy New Material	17 598
30	Bull Group	17 262
31	Wingtech Technology	17 255
32	Goertek	17 114
33	Shenzhen Transsion Holdings	17 040
34	Hangzhou Tigermed Consulting	16 955
35	Sanan Optoelectronics	16 938
36	Shenzhen Kangtai Biological Products	16 733
37	Wens Foodstuff Group	16 266
38	Jiangxi Ganfeng Lithium	15 581
39	China Molybdenum	15 458
40	Hundsun Technologies	15 334
41	Guangdong Haid Group	15 233
42	Shanghai Fosun Pharmaceutical (Group)	15 200
43	360 Security Technology	14 877
44	Sungrow Power Supply	14 746
45	Maxscend Microelectronics	14 378

46	Sangfor Technologies	14 368
47	New Hope Liuhe	14 130
48	Fuyao Glass Industry Group	13 474
49	Glodon Company Limited	13 071
50	GigaDevice Semiconductor (Beijing)	13 040
51	Beijing Oriental Yuhong Waterproof Technology	12 761
52	Zhejiang Huayou Cobalt	12 670
53	Top Choice Medical Investment	12 413
54	Zhejiang Sanhua Intelligent Controls	12 396
55	Beijing Wantai Biological Pharmacy Enterprise	12 234
56	Ningxia Baofeng Energy Group	12 012
57	Qi An Xin Technology Group	11 998
58	Lingyi iTech (Guangdong) Company	11 824
59	Zhejiang Chint Electrics	11 787
60	Shanghai M&G Stationery	11 499
61	Oppein Household Group	11 327
62	Pharmaron (Beijing) New Drug Technology	11 131
63	Imeik Technology Development	11 023
64	Future Land Holdings Group	10 999
65	Hualan Biological Engineering	10 789
66	Guangzhou Shiyuan Electronic Technology Company Limited	10 761
67	Wuxi Lead Intelligent Equipment	10 669
68	Gan & Lee Pharmaceuticals	10 395
69	Asymchem Laboratories (Tianjin)	10 156
70	Zhejiang NHU Company	10 131
71	Suning.com	10 049
72	Shenzhen Huiding Technology	9968
73	Winner Medical	9912
74	Bloomage Biotechnology Corporation Limited	9840
75	Beijing Roborock Technology	669
76	Chaozhou Three-Circle (Group)	9475
77	Anker Innovations Technology	9346
78	Hithink Royalflush Information Network	9331
79	Wuhan Guide Infrared	9304
80	Yealink Network Technology Corporation Limited	9239
81	Wuhu Sanqi Interactive Entertainment Network Technology	9235
82	Hangzhou First Applied Material	9201
83	Autobio Diagnostics	9166
84	JA Solar Technology	9095
85	Flat Glass Group	8889
86	Lomon Billions Group	8754
87	Zhejiang Dahua Technology	8341
88	Intco Medical Technology	8292
89	Guangzhou Kingmed Diagnostics Group	8242
90	Cambricon Technologies Corporation Limited	8222
91	Tianqi Lithium Corporation	8121
92	Perfect World	8012
93	Guangzhou Tinci Materials Technology	7936
94	Shanghai Junshi Biosciences	7831
95	Shanghai Bairun Investment Holding Group	7824
96	Shanghai Putailai New Energy Technology	7805
97	Changzhou Xingyu Automotive Lighting Systems	7752
98	Easyhome New Retail Group	7669
99	Shenzhen New Industries Biomedical Engineering	7624
100	Jafron Biomedical	7587

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos CSMAR



ANEXO 2. DEUDA SOBRE ACTIVOS POR INDUSTRIA PARA LA EMPRESA FAMILIAR VS. LA NO FAMILIAR COTIZADAS CHINAS, 2020

GRÁFICO 29.
Deuda por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

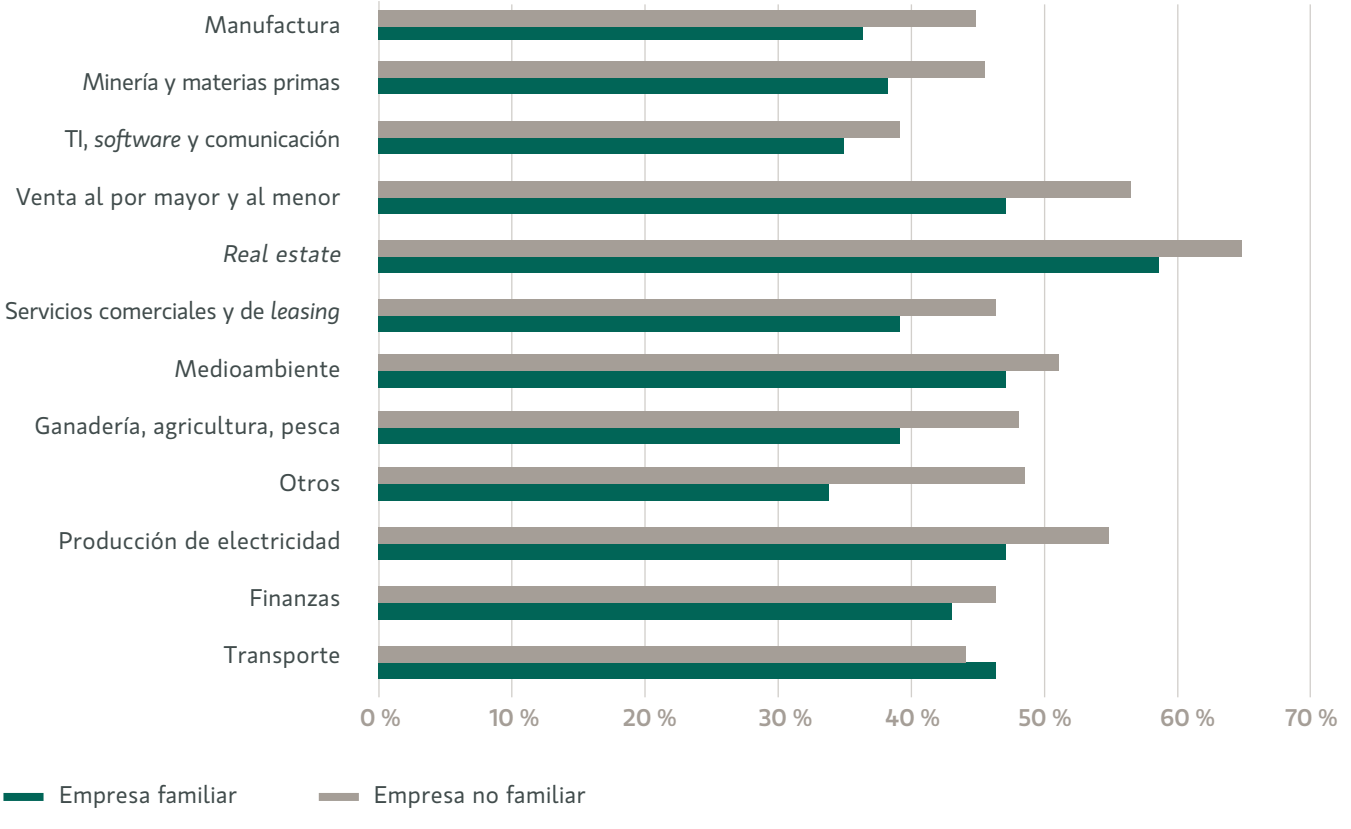
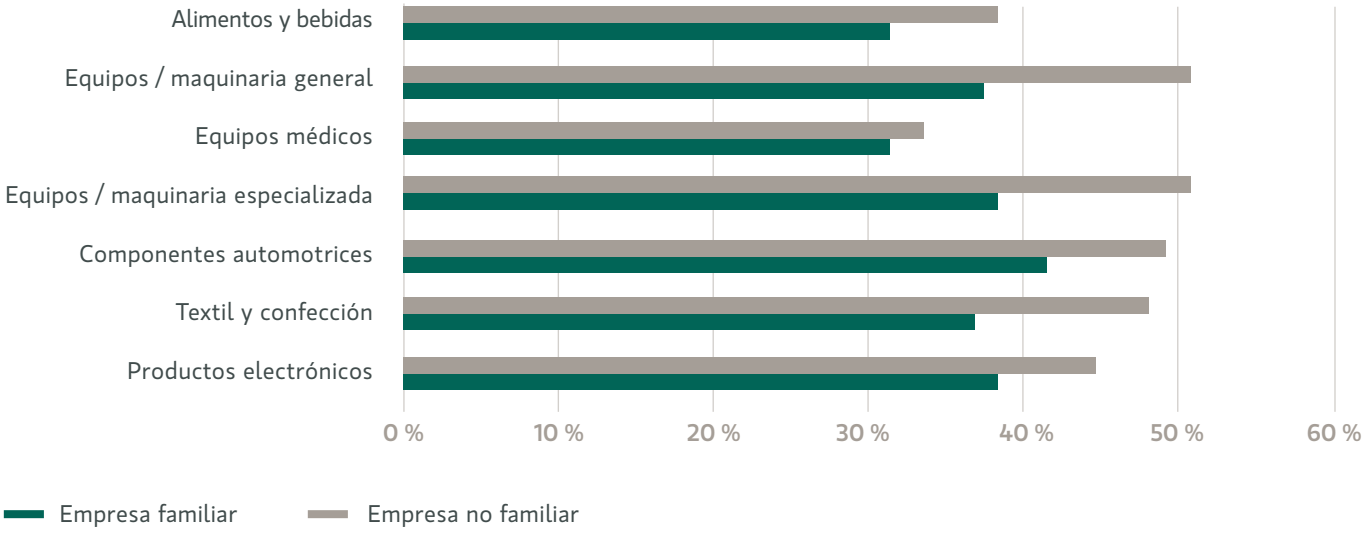


GRÁFICO 30.
Deuda por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020



ANEXO 3. MODELO DE PREDICCIÓN QUE ESTIMA EL EFECTO DE LA PROPIEDAD FAMILIAR SOBRE LA RENTABILIDAD

TABLA 28.
Modelo de predicción que estima el efecto de la propiedad familiar sobre la rentabilidad

Variables	(1) ROA	(2) Rentabilidad bursátil	(3) EVA
Empresa familiar	**0,003*** **	**0,062*** **	**20,844*** **
	(3,39)	**(8,99)**	**(4,63)**
Capitalización bursátil (millones de USD)	0,000**	0,000**	0,059***
	(2,02)	(1,98)	(14,25)
Año de fundación	0,000***	0,000	0,458
	(3,92)	(0,42)	(1,02)
Deuda sobre activos	-0,061***	0,023	-154,551***
	(-31,45)	(1,25)	(-13,99)
Beta	-0,003**	-0,008	-21,179**
	(-2,56)	(-0,30)	(-2,21)
Constante	-0,481***	-0,292	-862,001
	(-3,48)	(-0,25)	(-0,96)
Control por sectores	Incluido	Incluido	Incluido
Control por años	Incluido	Incluido	Incluido
Observaciones	30,619	33,341	30,314
R^2 ajustado	0,12993	0,50755	0,15289

*** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1

ANEXO 4. MEDIDAS DE RENTABILIDAD CONTABLES POR INDUSTRIA PARA LA EMPRESA FAMILIAR VS. LA NO FAMILIAR COTIZADAS CHINAS, 2020

GRÁFICO 31.
ROA por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

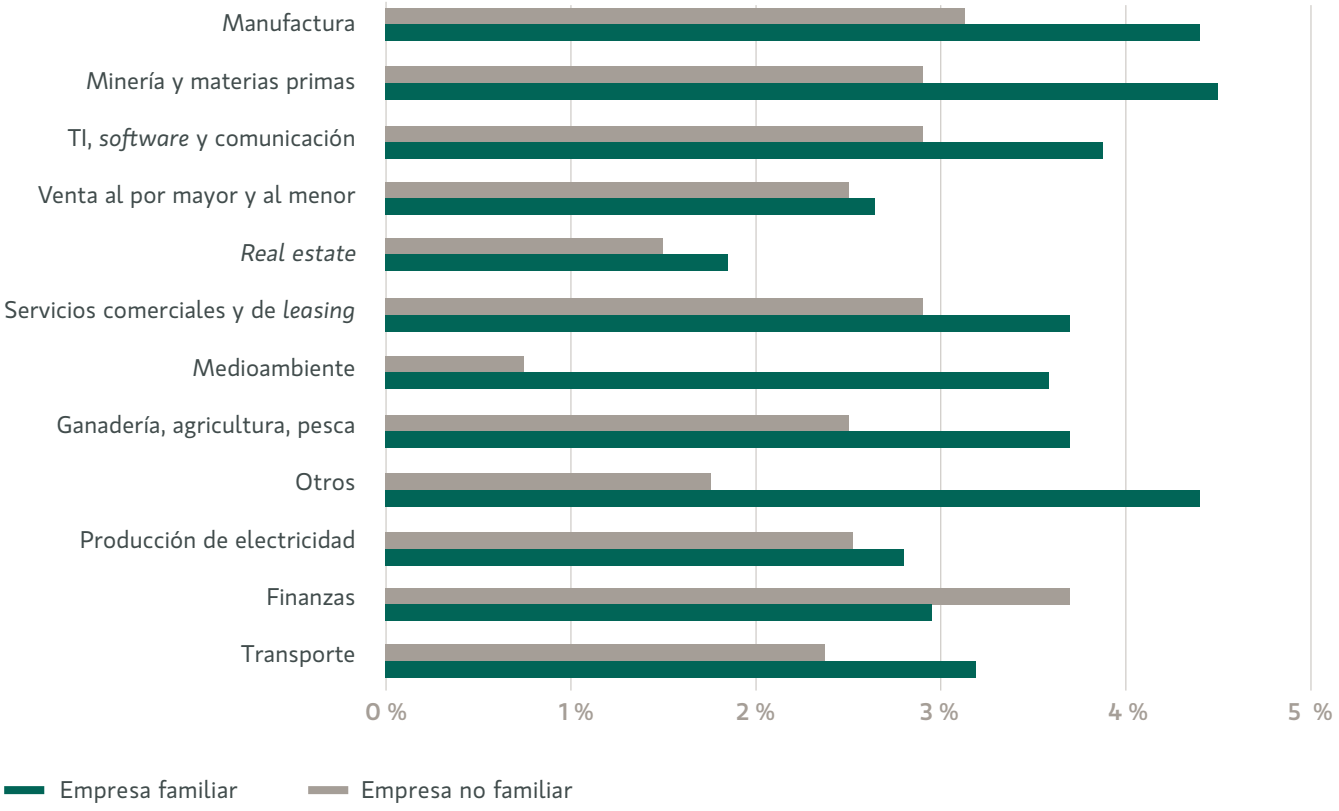


GRÁFICO 32.
ROA por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

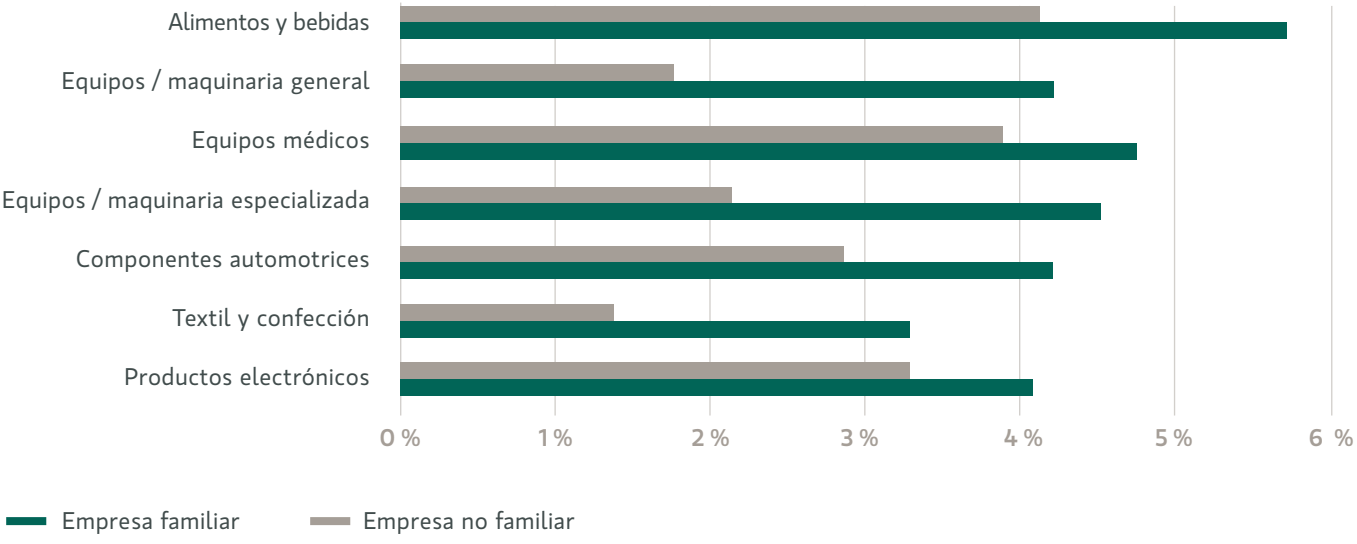


GRÁFICO 33.
ROE por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

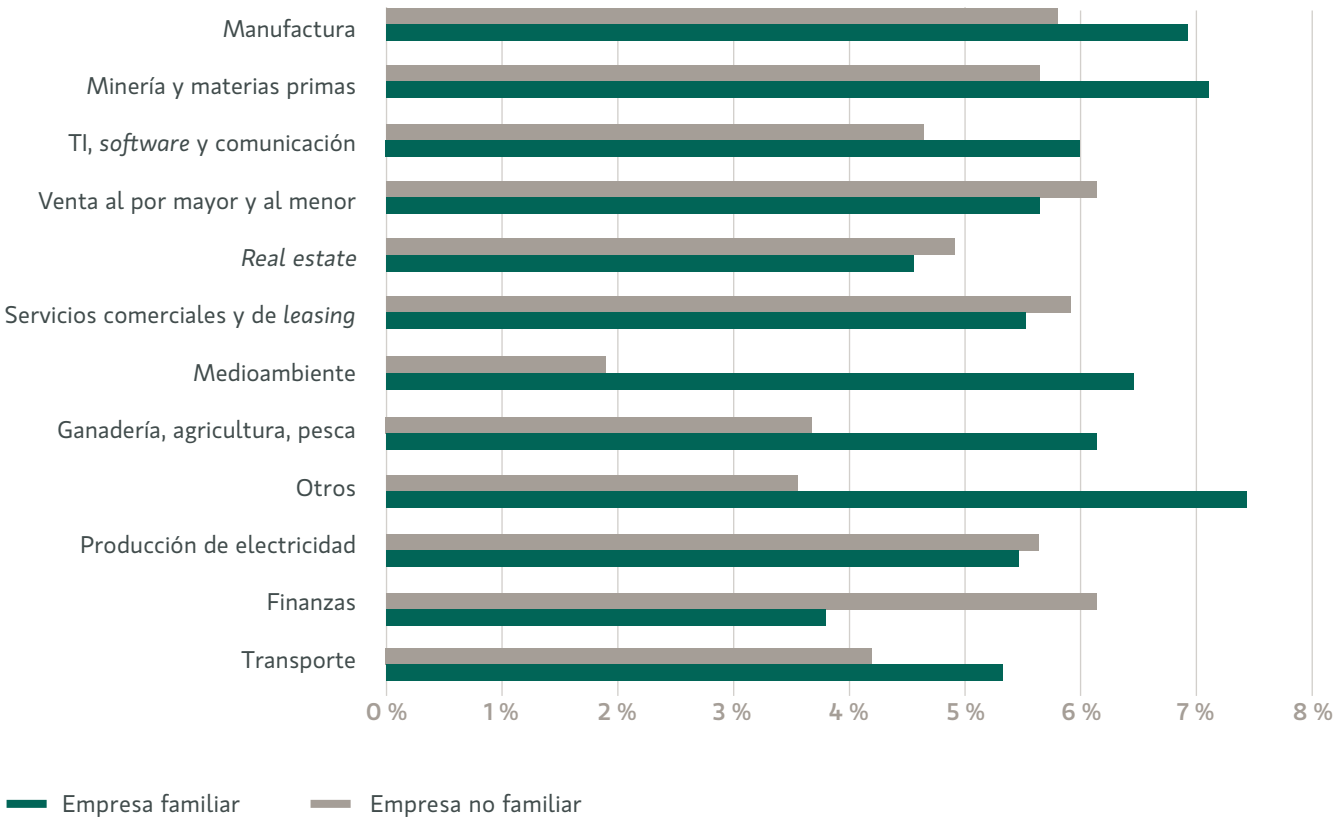


GRÁFICO 34.
ROE por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

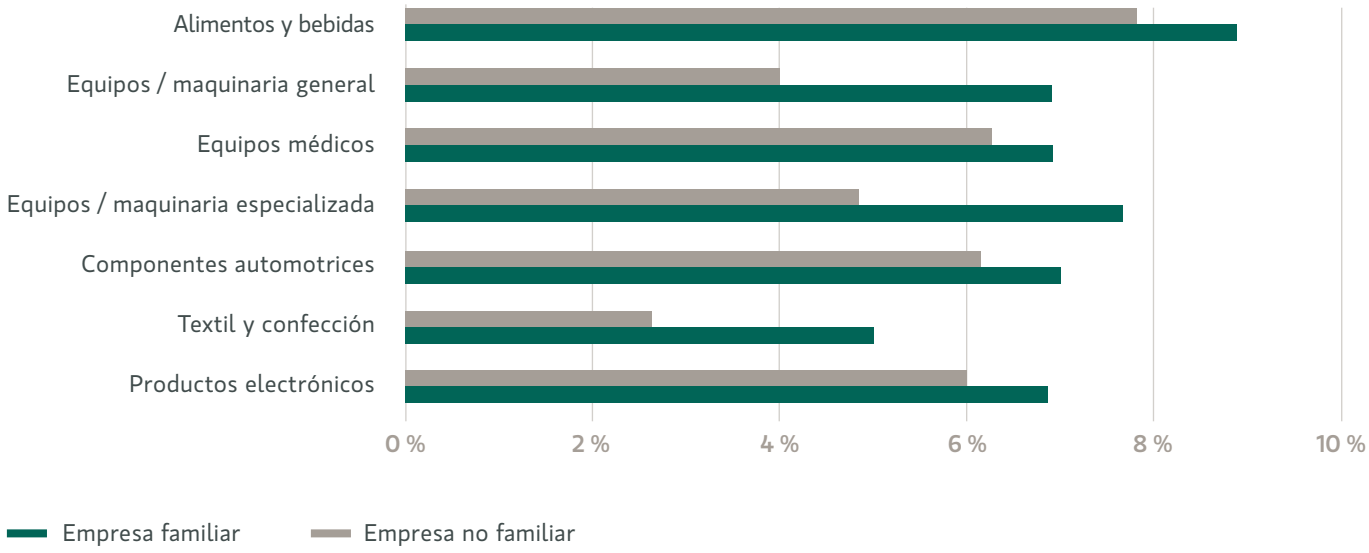


GRÁFICO 35.
ROCE por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

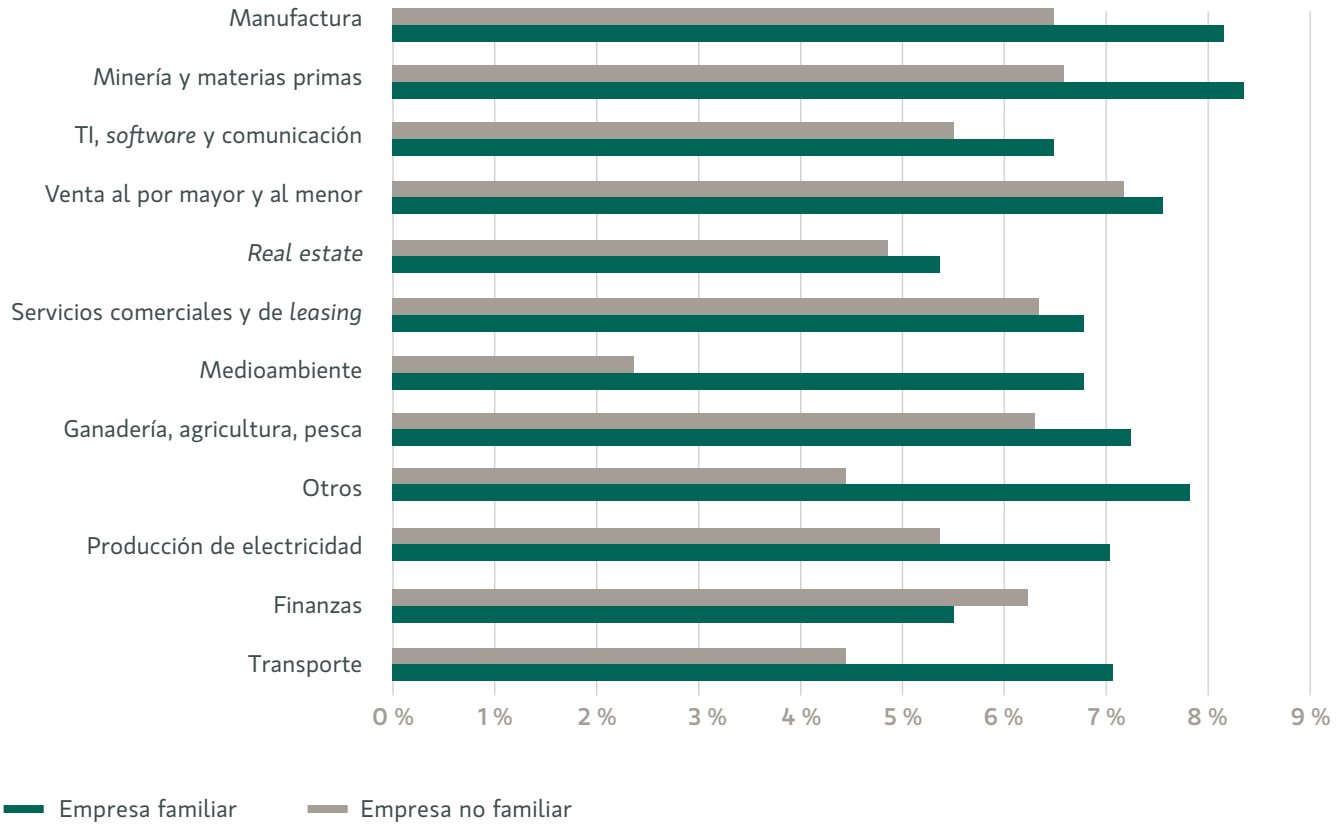


GRÁFICO 36.
ROCE por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

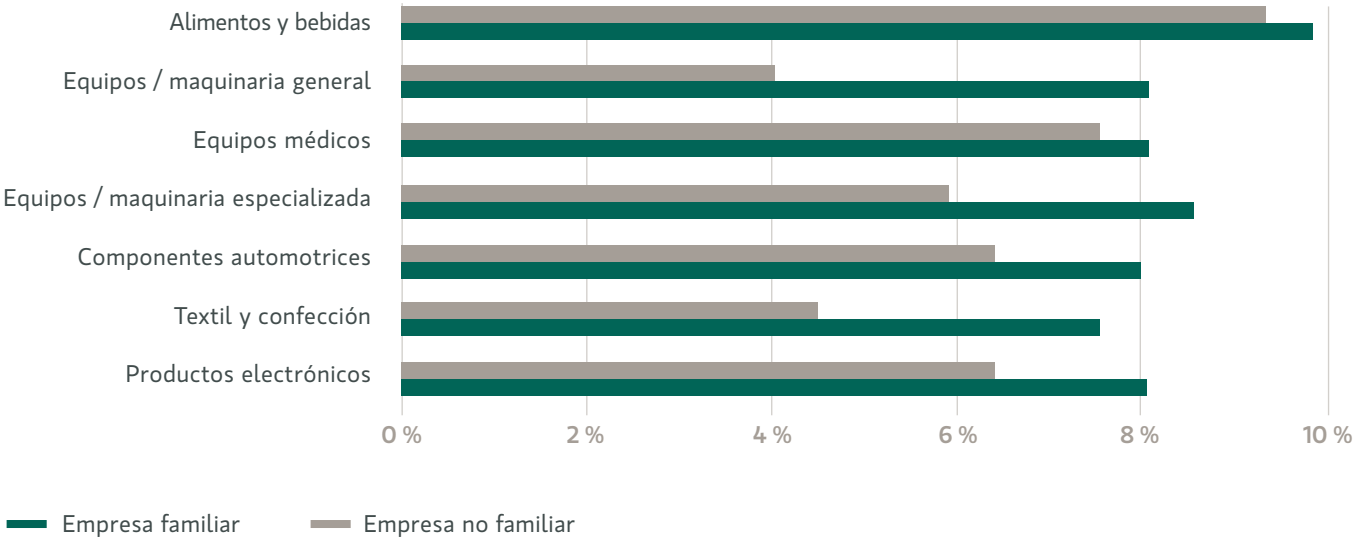


GRÁFICO 37.
ROIC por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

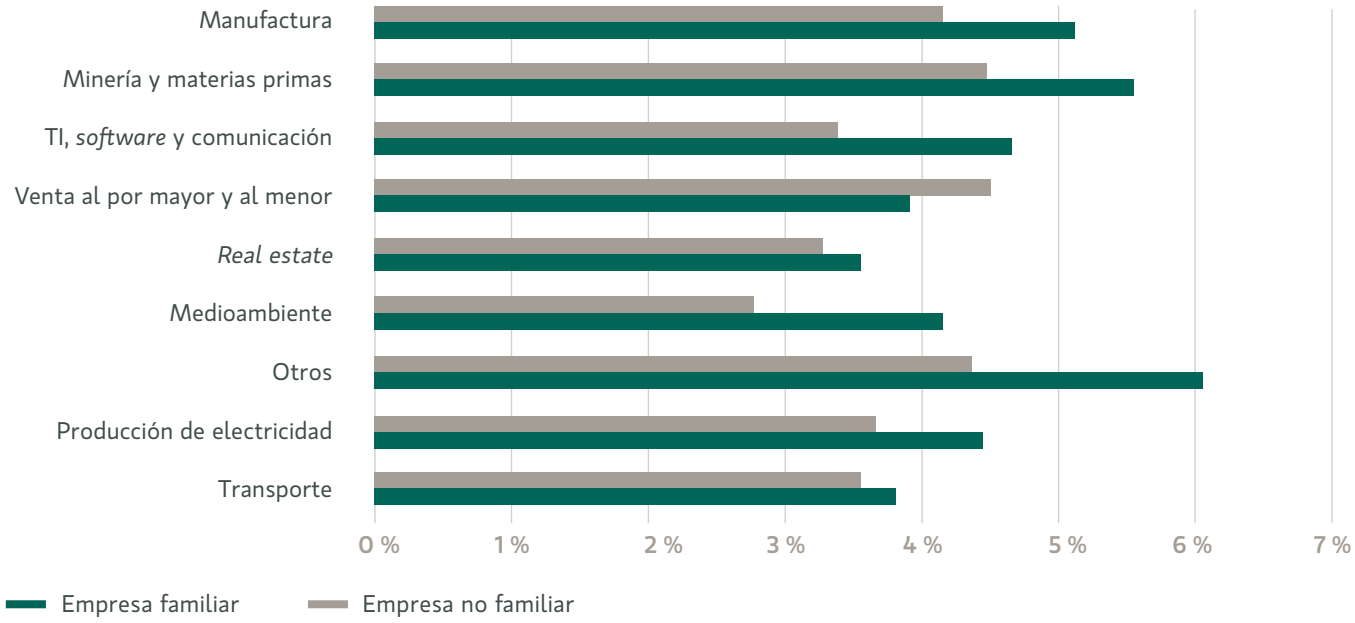
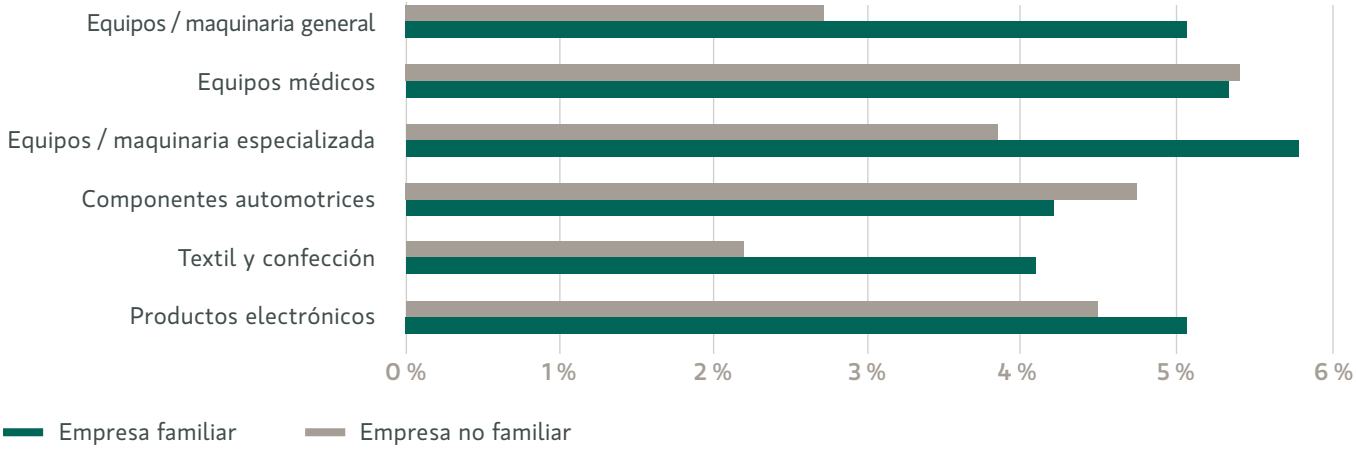


GRÁFICO 38.
ROIC por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020



ANEXO 5. PER POR INDUSTRIA PARA LA EMPRESA FAMILIAR VS. LA NO FAMILIAR COTIZADAS CHINAS, 2020

GRÁFICO 39.
PER por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

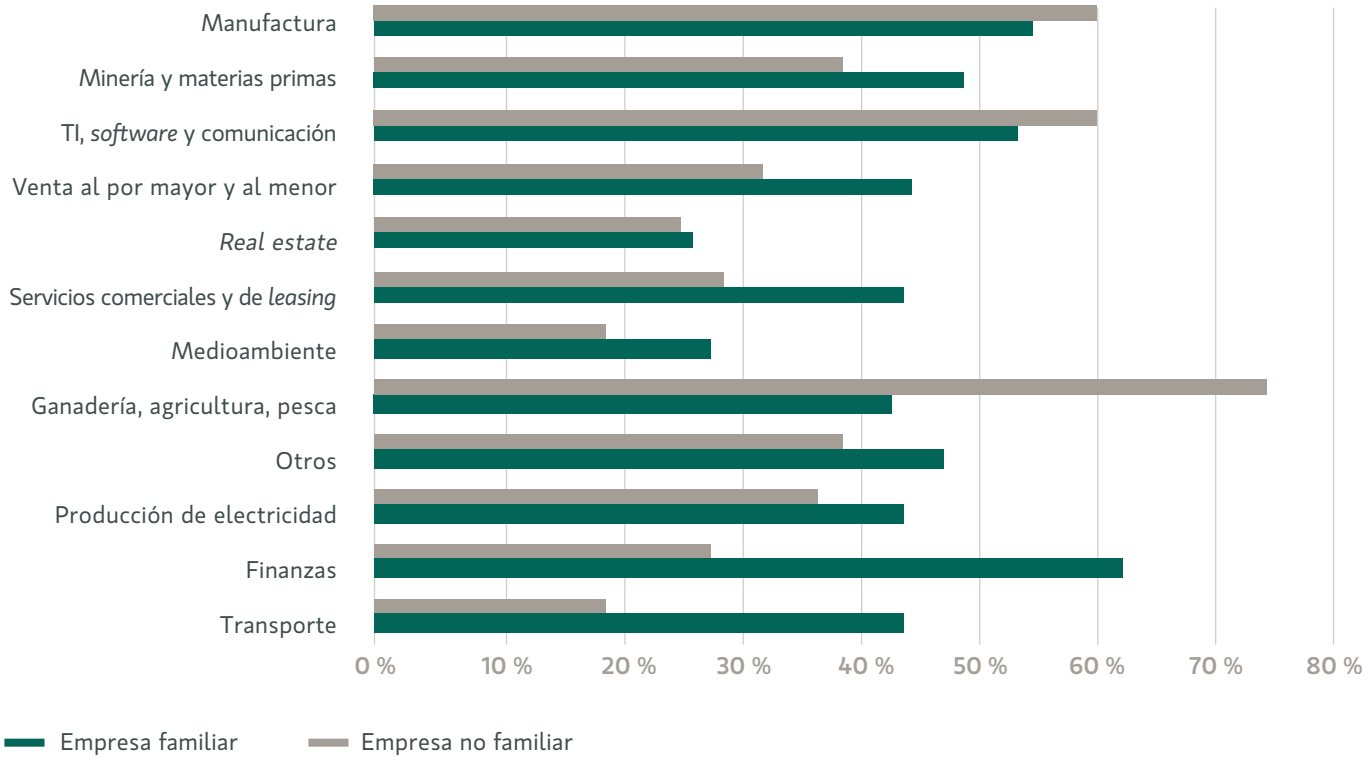
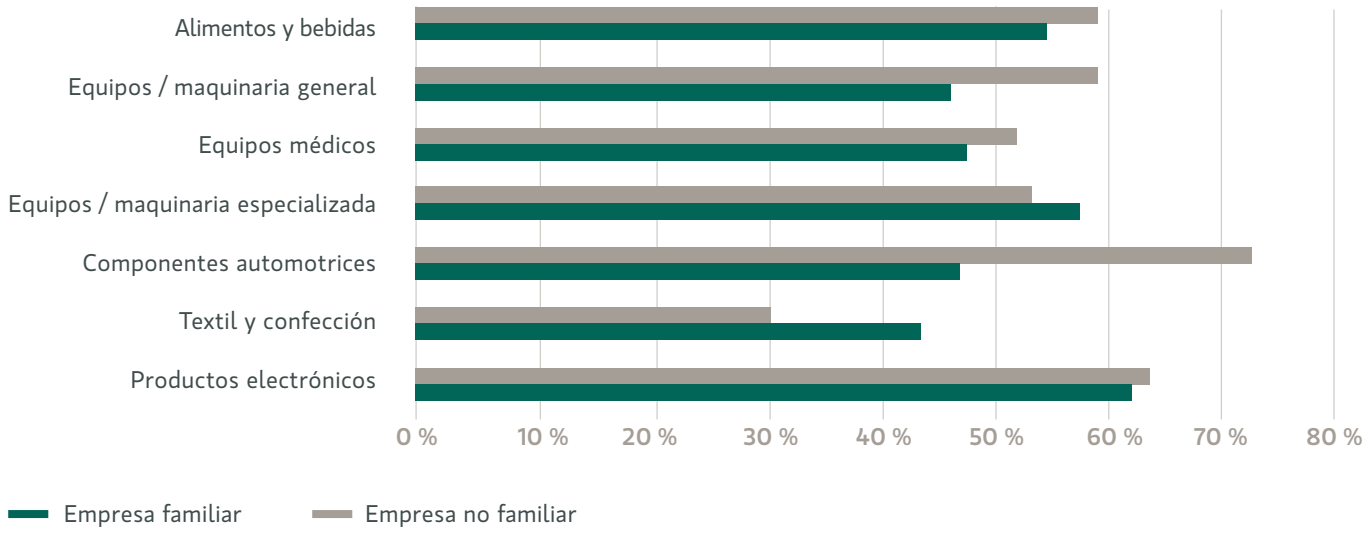


GRÁFICO 40.
PER por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

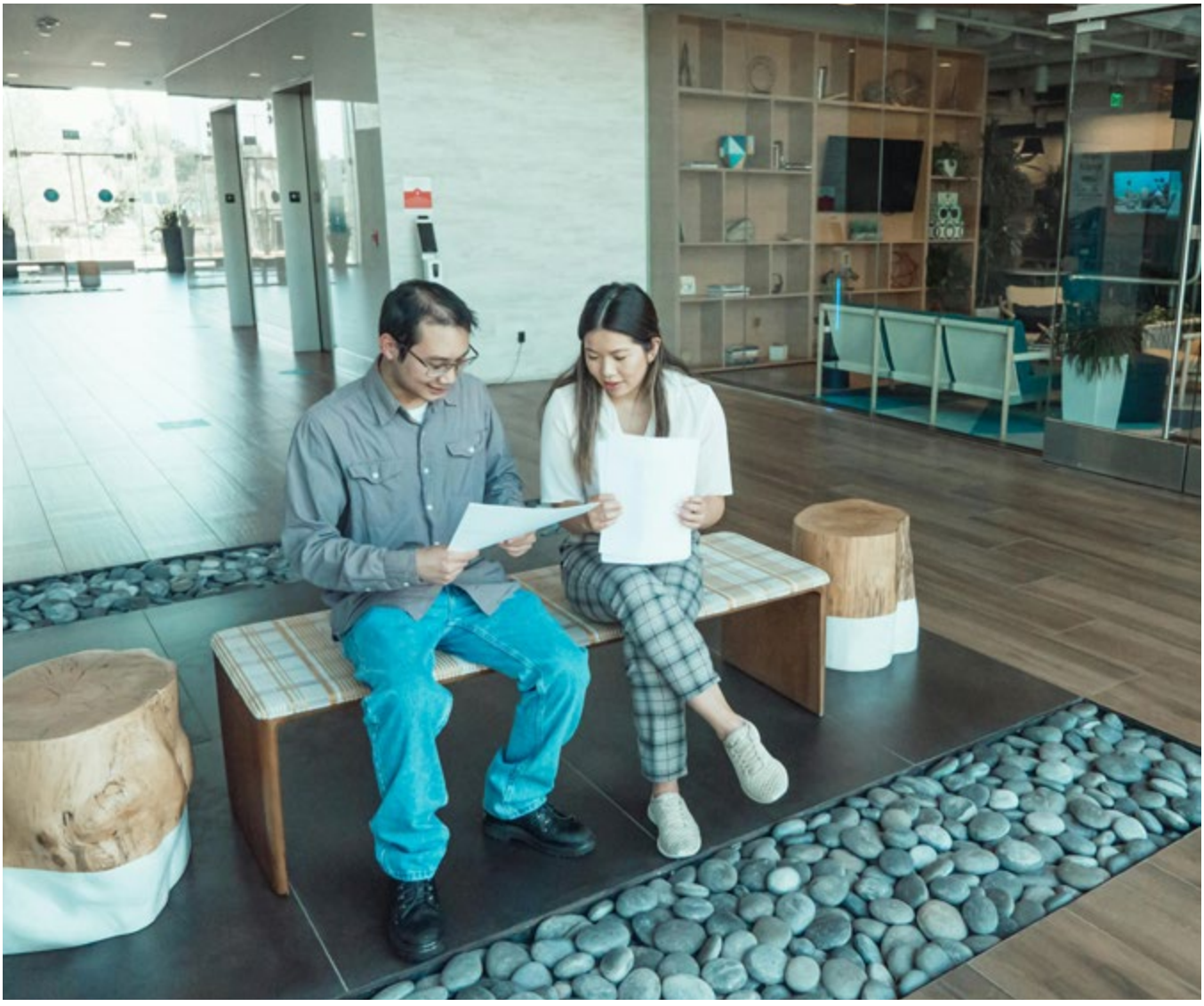


ANEXO 6. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD PARA EL EVA, 2005-2020

TABLA 29.
Análisis de sensibilidad para el EVA, 2005-2020

	Empresa familiar	Empresa no familiar
EVA (coste de capital = 6 %)	25,77	-7,03
EVA (coste de capital = 6,6 %)	8,43	- 43,42
EVA (coste de capital = 7 %)	-4,45	-58,89
EVA (coste de capital = 7,7 %)	-25,79	-94,96

* Diferencias estadísticamente significativas.



ANEXO 7. EVA POR INDUSTRIA PARA LA EMPRESA FAMILIAR VS. LA NO FAMILIAR COTIZADAS CHINAS, 2020

GRÁFICO 41.
EVA por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020

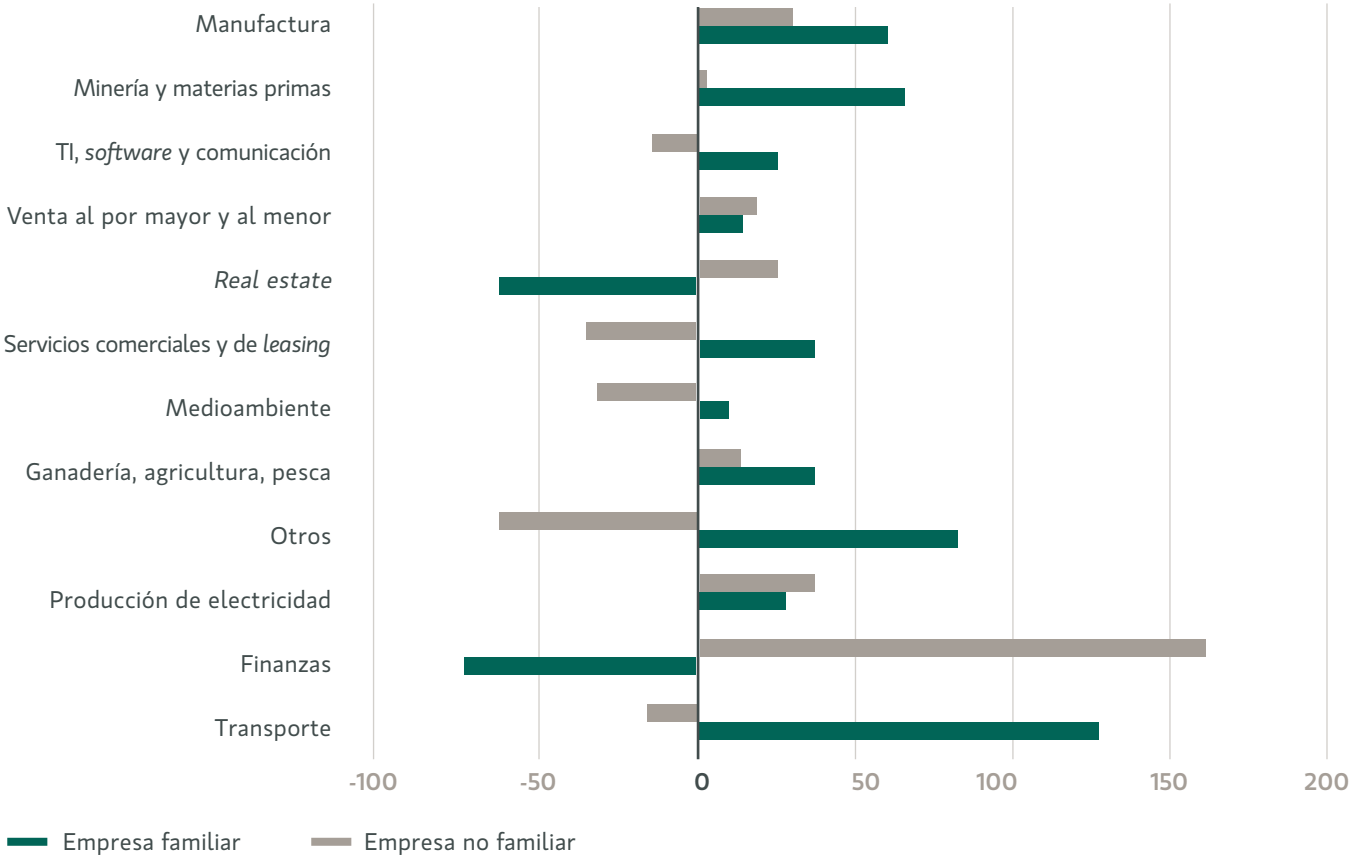
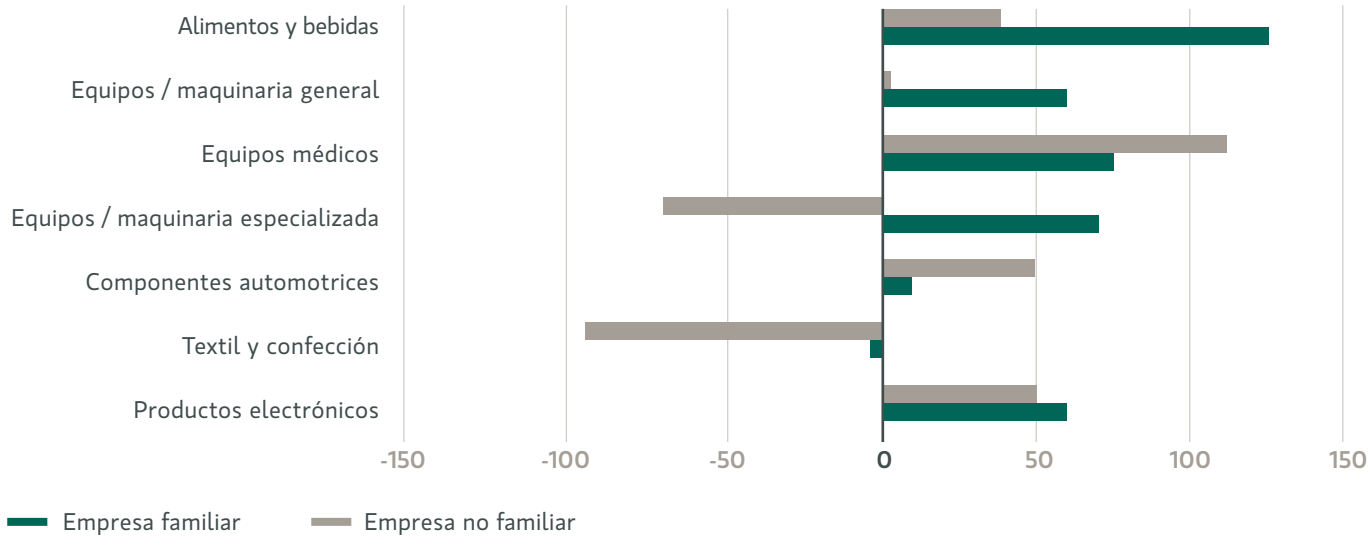


GRÁFICO 42.
EVA por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020



ANEXO 8. *TOP* 100 DE LAS EMPRESAS FAMILIARES COTIZADAS CHINAS CON MAYOR RENTABILIDAD BURSÁTIL MEDIA ANUAL, 2016-2020

TABLA 30.

***Top* 100 de las empresas familiares cotizadas chinas con mayor rentabilidad bursátil media anual, 2016-2020**

Ranking	Nombre de la empresa	Industria	Rentabilidad bursátil (2016-2020)	Capitalización bursátil (millones de USD)
1	Sungrow Power Supply	Manufactura	121 %	14 746
2	Longi Green Energy Technology	Manufactura	98 %	48 686
3	Jiangsu Hengli Hydraulic	Manufactura	93 %	20 651
4	Guangzhou Tinci Materials Technology	Materias primas	88 %	7936
5	EVE Energy	Manufactura	87 %	21 552
6	Muyuan Foods	Agricultura y ganadería	78 %	40 454
7	Luxshare Precision Industry	Manufactura	77 %	55 138
8	Shanghai Bairun Investment Holding Group	Manufactura	75 %	7824
9	Huatu Cendes	*Leasing* y otros servicios	73 %	970
10	Great Wall Motor Company Limited	Manufactura	71 %	32 165
11	Jiangxi Ganfeng Lithium	Materias primas	71 %	15 581
12	Ingenic Semiconductor	Manufactura	70 %	6007
13	Shanghai Milkground Food Tech	Manufactura	69 %	3272
14	Shijiazhuang Tonhe Electronics Technologies	Manufactura	66 %	357
15	Lingyi iTech (Guangdong) Company	Manufactura	66 %	11 824
16	Chongqing Zhifei Biological Products	Manufactura	66 %	33 132
17	Aier Eye Hospital Group	Educación y salud	65 %	43 212
18	Hangzhou Tigermed Consulting	Otros	64 %	16 955
19	Jiangsu Yoke Technology	Materias primas	64 %	3894
20	Wingtech Technology	Manufactura	63 %	17 255
21	Gansu Huangtai Wine-Marketing Industry	Manufactura	63 %	792
22	Tongwei	Agricultura y ganadería	62 %	24 226
23	S.F. Holding	Transporte	60 %	56 282
24	Top Choice Medical Investment	Educación y salud	60 %	12 413
25	BYD Company Limited	Manufactura	58 %	49 321
26	Zhejiang Huayou Cobalt	Materias primas	57 %	12 670
27	Foshan Haitian Flavouring and Food	Manufactura	57 %	90 977
28	Offcn Education Technology	Educación y salud	56 %	30 333
29	Fushun Special Steel Shares	Materias primas	56 %	4114
30	Beijing Oriental Yuhong Waterproof Technology	Materias primas	56 %	12 761
31	Shenzhen Edifier Technology	Manufactura	56 %	1670
32	Shanghai Liangxin Electrical	Manufactura	55 %	3366
33	Suzhou TA&A Ultra Clean Technology	Manufactura	53 %	1899
34	Wuhan Guide Infrared	Manufactura	53 %	9304
35	Shenzhen Inovance Technology	Manufactura	52 %	22 463
36	Chifeng Jilong Gold Materias primas	Materias primas	52 %	4172
37	Sany Heavy Industry	Manufactura	51 %	41 521
38	Shandong Bohui Paper Industry	Otros	50 %	2813
39	Guangdong Paisheng Intelligent Technology	Manufactura	50 %	414
40	Changzhou Xingyu Automotive Lighting Systems	Manufactura	50 %	7752
41	Jiangsu Hengrui Medicine	Manufactura	49 %	83 198
42	Anhui Honglu Steel Construction (Group)	Materias primas	49 %	2678
43	Thunder Software Technology	TI	48 %	6931
44	Midea Group	Manufactura	48 %	96 884
45	Zhejiang Wolwo Bio-Pharmaceutical	Manufactura	48 %	5622
46	Centre Testing International Group	*Leasing* y otros servicios	46 %	6380
47	Jiangxi Huangshanghuang Group Food	Agricultura y ganadería	46 %	1644

48	Goertek	Manufactura	46 %	17 114
49	Zhejiang Dingli Machinery	Manufactura	46 %	6878
50	JA Solar Technology	Manufactura	45 %	9095
51	Guangdong Xinbao Electrical Appliances Holdings	Manufactura	45 %	4890
52	Saturday	Manufactura	45 %	1671
53	Hangzhou Silan Microelectronics	Manufactura	45 %	4592
54	Sichuan Yahua Industrial Group	Materias primas	45 %	3140
55	Glodon Company Limited	TI	44 %	13 071
56	WUS Printed Circuit	Manufactura	44 %	4536
57	HNAC Technology	Manufactura	44 %	408
58	Shenzhen CAPCHEM Technology	Materias primas	44 %	5832
59	Wuxi Lead Intelligent Equipment	Manufactura	43 %	10 669
60	Zhejiang Sanhua Intelligent Controls	Manufactura	43 %	12 396
61	Shanghai Kinlita Chemical	Materias primas	43 %	1120
62	Sichuan Shuangma Cement	Materias primas	42 %	1372
63	Xinjiang Tianshan Husbandry Bio-engineering	Agricultura y ganadería	42 %	954
64	Zhuzhou Kibing Group	Materias primas	42 %	4814
65	Yongxing Special Materials Technology	Materias primas	42 %	2989
66	Guangdong Haid Group	Agricultura y ganadería	42 %	15 233
67	Hangzhou First Applied Material	Materias primas	41 %	9201
68	Fujian Torch Electron technology	Manufactura	40 %	4655
69	Lens Technology	Manufactura	40 %	18 787
70	Jiangsu Zitian Media Technology	*Leasing* y otros servicios	40 %	1145
71	C&S Paper	Otros	40 %	3833
72	Zhongji Innolight	Manufactura	40 %	5078
73	Chimin Health Management	Manufactura	40 %	606
74	Hubei Feilihua Quartz Glass	Materias primas	39 %	2831
75	Rongsheng Petrochemical	Manufactura	39 %	26 093
76	Shanghai M&G Stationery	Manufactura	39 %	11 499
77	Jiangxi Zhengbang Technology	Agricultura y ganadería	38 %	6029
78	Jonjee Hi-tech Industrial & Commercial Holding	Manufactura	38 %	7433
79	Zhejiang Jiuzhou Pharmaceutical	Manufactura	38 %	4036
80	Risen Energy	Manufactura	38 %	3 638
81	Zhejiang NHU Company	Manufactura	38 %	10 131
82	Fuyao Glass Industry Group	Materias primas	38 %	13 474
83	Tibet Rhodiola Pharmaceutical Holding	Manufactura	38 %	2335
84	Shenzhen Chengxin Lithium Group	Materias primas	36 %	2565
85	Future Land Holdings Group	Real estate	36 %	10 999
86	Lomon Billions Group	Materias primas	35 %	8754
87	Shandong Sinocera Functional Material	Materias primas	35 %	6339
88	Yonyou Network Technology	TI	35 %	20 086
89	Hengli Petrochemical	Manufactura	35 %	27 564
90	Shenzhen Click Technology	Manufactura	35 %	885
91	Yangzhou Yangjie Electronic Technology	Manufactura	35 %	2936
92	Zhejiang Qianjiang Motorcycle	Manufactura	35 %	1625
93	New Hope Liuhe	Agricultura y ganadería	35 %	14 130
94	Shenzhen Changhong Technology	Manufactura	35 %	1929
95	Zhejiang Jingsheng Mechanical & Electrical	Manufactura	34 %	5414
96	Nanjing Aisidun Automation	Manufactura	34 %	3508
97	Zhejiang Huahai Pharmaceutical	Manufactura	34 %	6885
98	Anhui Jinhe Industrial	Manufactura	34 %	2547
99	Shanghai Fosun Pharmaceutical (Group)	Manufactura	34 %	15 200
100	Jiangsu Azure Corporation	Manufactura	33 %	1815

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos CSMAR

ie UNIVERSITY CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS
MARCH A.M. BancaMarch

ANEXO 9. FÓRMULAS PARA EL CÁLCULO DE RATIOS

TABLA 31.
Fórmulas para el cálculo de ratios

Ratios	Fórmula
Deuda sobre activos	Pasivos totales / total activos
Deuda sobre fondos propios	Pasivos totales / fondos propios
Deuda sobre EBITDA	Puesto que no tenemos la variable de deuda a corto plazo, necesaria para calcular la deuda neta, esta variable se calcula como: Pasivos totales – efectivo y equivalentes
I+D+i sobre ventas	Gastos I+D / venta
ROA	Beneficio neto / total activos
ROE	Beneficio neto / patrimonio neto
ROCE	EBIT / capital empleado
ROIC[58]	(Beneficio netos + gastos financieros) / (activos totales – pasivos corrientes + pagarés + préstamos a corto plazo + pasivos no corrientes vencibles a un año)
PER	Precio por acción / beneficio por acción
EV/EBIT	Valor de la empresa / EBIT
Deuda sobre activos	Pasivos totales / activos totales
Deuda sobre fondos propios	Pasivos totales / fondos propios
Volatilidad media anual	Desviación típica media anual de las rentabilidades bursátiles de la cartera de empresa familiar o no familiar, según el caso.
Beta	Regresión lineal que utiliza los rendimientos de la cartera (empresa familiar o no familiar, según el caso) como la variable dependiente (Rc) y los rendimientos del mercado como la variable independiente (Rm). $Rc = \alpha + \beta \times Rm + \varepsilon i$. La pendiente (β) obtenida de la regresión lineal representa la beta de la cartera.
Altman Z	El indicador Z de Altman inicialmente propuesto para medir el riesgo de insolvencia de una muestra de empresas manufactureras viene dado por la siguiente ecuación: Altman Z-***score*** = 1,2 A + 1,4B + 3,3 C + 0,6D + 1,0E Donde: • A: (capital circulante / activos totales) • B: (beneficios no distribuidos / activos totales) • C: (EBITDA / activos totales) • D: (capitalización bursátil / deuda total) • E: (ventas netas / activos totales) Los valores umbrales de Z para clasificar a las empresas como solventes o no solventes son: • Z > 2,99 = solvente • 1,81 < Z < 2,99 = zona de riesgo • Z < 1,81 = insolvente

[58] Fórmula empleada en la base de datos CSMAR

ANEXO 10. ESTIMACIÓN DEL EVA (VALOR ECONÓMICO AGREGADO)

La base de datos CSMAR emplea la siguiente fórmula para el cálculo del EVA:

EVA = NOPAT – capital total * coste promedio ponderado del capital (en adelante abreviado como WACC)

El cálculo se realiza de acuerdo con las Medidas Provisionales para la Evaluación del Desempeño Empresarial de las Personas a Cargo en Empresas Centrales por parte de la SASAC.

Donde:

- **NOPAT** = beneficio neto + (gastos de intereses + ajuste de tarifas de I+D – ingresos no operativos) × (1 – tasa del impuesto sobre la renta corporativa).
- **Capital total** = promedio del patrimonio neto + promedio total de pasivos – promedio de pasivos corrientes sin Intereses – promedio del proyecto en curso.
- **El WACC** es fijo al 5,5 %. Este coste del capital fue el establecido por las autoridades chinas a través de la SASAC para las empresas sometidas a participación estatal.

Glosario

CAGR: *compound annual growth rate* (rentabilidad anual compuesta).

CEO: *chief executive officer* (director general).

CSMAR: China Stock Market & Accounting Research (Investigación contable y del mercado de valores de China).

HKD. *Hong Kong dollars* (dólares de Hong Kong).

EBIT: *earnings before interests and taxes* (beneficios antes de intereses e impuestos).

EBITDA: *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización).

ESG: *environmental, social and governance* (medio ambiente, sociedad y gobierno corporativo).

EV: *enterprise value* (valor de la empresa).

EVA: *economic value added* (valor económico agregado).

I+D+i: investigación, desarrollo e innovación.

ROA: *return on assets* (retorno sobre activos).

ROE: *return on equity* (retorno sobre el capital).

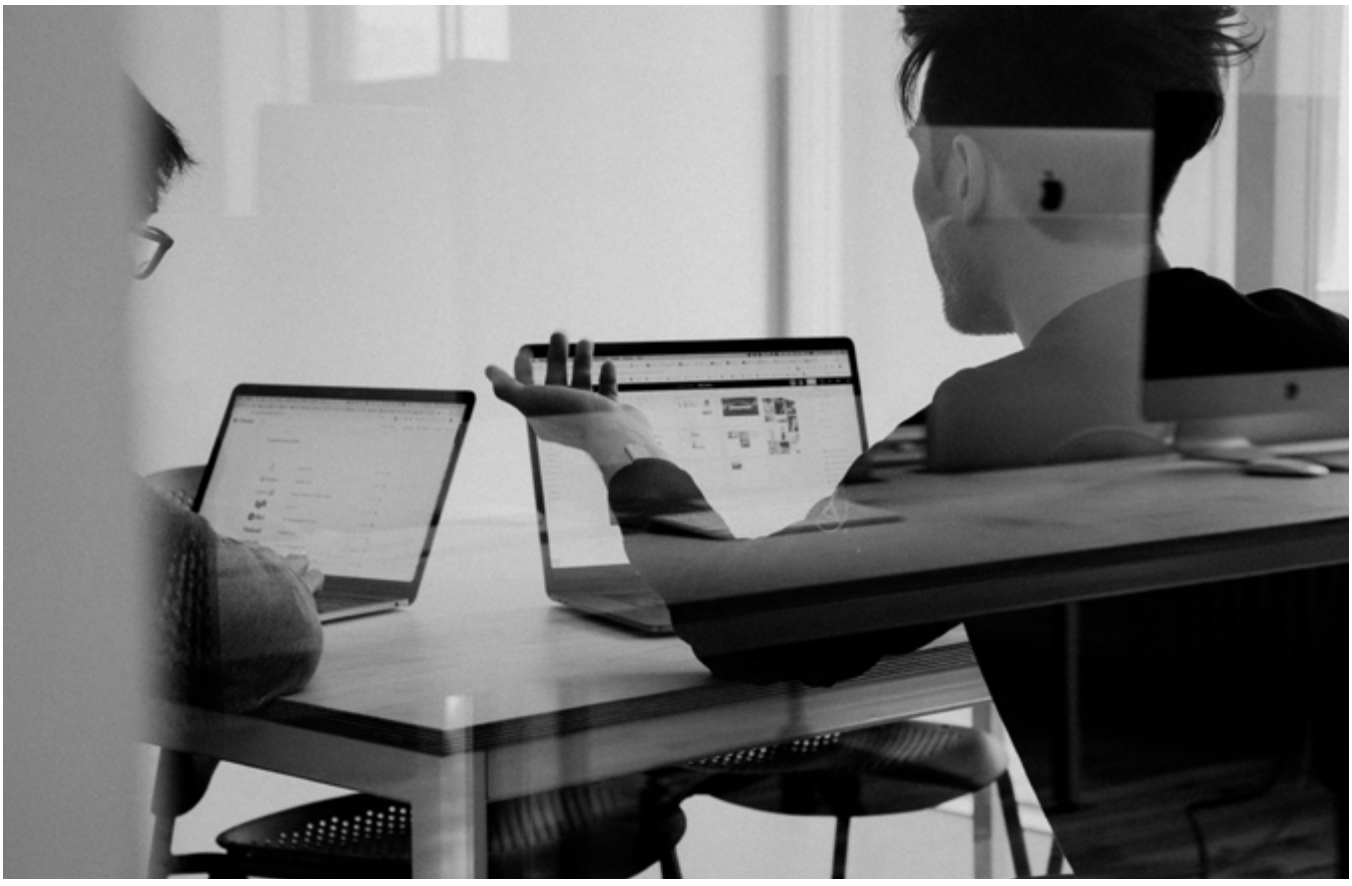
ROCE: *return on capital employed* (retorno sobre el capital empleado).

ROIC: *return on invested capital* (retorno sobre el capital invertido).

SASAC: State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council (Comisión estatal para la supervisión y administración de bienes estatales del Consejo de Estado).

TWD: *Taiwan dollars* (dólares taiwaneses).

USD: *United State dollars* (dólares estadounidenses).



Índice de gráficos:

Gráfico 1. Bolsas más grandes del mundo por capitalización bursátil (en trillones de dólares estadounidenses), 2023 **18**

Gráfico 2. Evolución de la capitalización bursátil (en millones de USD) de las Bolsas de Shanghái y Shenzhen, 2005-2020 **21**

Gráfico 3. Evolución del número de empresas de las Bolsas de Shanghái y Shenzhen, 2005-2020 **21**

Gráfico 4a. Evolución del índice SZSE **22**

Gráfico 4b. Evolución del índice SSE **22**

Gráfico 5. Evolución del número de empresas familiares vs. no familiares cotizadas chinas **27**

Gráfico 6. Evolución del número de empresas familiares por tipología **27**

Gráfico 7. Evolución de la capitalización bursátil de las empresas familiares cotizadas chinas vs. las no familiares (en millones de USD) **34**

Gráfico 8. Evolución de los activos totales de las empresas familiares cotizadas chinas vs. las no familiares (en millones de USD) **34**

Gráfico 9. Distribución sectorial de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 (%) **34**

Gráfico 10. Distribución en el sector manufacturero de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 (%) **35**

Gráfico 11. Capitalización bursátil por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas (en millones de USD), 2020 **35**

Gráfico 12. Capitalización bursátil por industria manufacturera de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas (en millones de USD), 2020 **36**

Gráfico 13. Evolución de las medidas de rentabilidad contable de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar, 2005-2020 **40**

Gráfico 14. Rentabilidad media anual, 2005-2020 **41**

Gráfico 15. Índices de las carteras de la empresa familiar y la no familiar sin ponderar, 2005-2020 **42**

Gráfico 16. Índices de las carteras de la empresa familiar vs. la no familiar ponderadas por capitalización bursátil, 2005-2020 **42**

Gráfico 17. Evolución del PER y el EV/EBIT de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar, 2005-2020 **44**

Índice de gráficos:

Gráfico 18. Evolución del EVA de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar, 2005-2020 **45**

Gráfico 19. Índices de carteras por tipo de empresa familiar ponderadas por capitalización bursátil, 2005-2020 **46**

Gráfico 20. Distribución sectorial de las empresas familiares del *top* 100 vs. resto de familiares cotizadas chinas (%), 2020 **49**

Gráfico 21. Distribución en el sector manufacturero de las empresas familiares del *top* 100 vs. familiares cotizadas chinas (%), 2020 **49**

Gráfico 22. Rentabilidad media anual de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar, 2018-2023 **55**

Gráfico 23. Número de empleados y activos fijos, 2020 y 2021 **58**

Gráfico 24. Índices de las carteras de empresa familiar por generación **58**

Gráfico 25. Puntuación ESG de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar proporcionada por Refinitiv, 2012-2022 **60**

Gráfico 26. Evolución del porcentaje de directores independientes de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2005-2020 **62**

Gráfico 27. Porcentaje de CEO duales de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2005-2020 **62**

Gráfico 28. Evolución del porcentaje mujeres CEO en las empresas familiares cotizadas chinas, 2005-2020 **63**

Gráfico 29. Deuda por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **70**

Gráfico 30. Deuda por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **71**

Gráfico 31. ROA por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **72**

Gráfico 32. ROA por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **72**

Gráfico 33. ROE por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **73**

Gráfico 34. ROE por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **73**

ie UNIVERSITY CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS | MARCH A.M. BancaMarch

Índice de gráficos:

Gráfico 35. ROCE por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **74**

Gráfico 36. ROCE por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **74**

Gráfico 37. ROIC por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **75**

Gráfico 38. ROIC por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **75**

Gráfico 39. PER por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **76**

Gráfico 40. PER por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **76**

Gráfico 41. EVA por industria de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **78**

Gráfico 42. EVA por tipo de manufactura de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **78**

Índice de tablas:

Tabla 1. Descripción de las bolsas de valores chinas, 2023 **18**

Tabla 2. Tipos de acciones en las bolsas de valores chinas **19**

Tabla 3. Descripción de la base de datos del estudio **24**

Tabla 4. Definiciones de los tipos de empresa familiar según la base de datos CSMAR **24**

Tabla 5. Tipología de empresas familiares incluidas en la base de datos CSMAR **25**

Tabla 6. Edad de las empresas familiares cotizadas vs. las no familiares cotizadas chinas **31**

Tabla 7. Tamaño medio de las empresas familiares cotizadas vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **32**

Tabla 8. *Top* 10 de las empresas familiares cotizadas chinas, 2020 **32**

Tabla 9. Deuda e inversión en I+D+i de las empresas familiares cotizadas vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **36**

Tabla 10. Propiedad estatal media de las empresas familiares vs. las no familiares cotizadas chinas, 2020 **37**

Tabla 11. Presencia familiar en puestos ejecutivos en las empresas familiares cotizadas, 2020 **38**

Tabla 12. Radiografía por tipo de empresa familiar, año 2020 **38**

Tabla 13. Ratios de rentabilidad de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar (valores medios), 2005-2020 **40**

Tabla 14. Rentabilidad anual compuesta y volatilidades, 2005-2020 **43**

Tabla 15. Rentabilidad anual compuesta y volatilidades a 3, 5 y 10 años **43**

Tabla 16. Z de Altman de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar, 2005-2020 **43**

Tabla 17. Rentabilidad contable por tipología de empresa familiar, 2005-2020 **46**

Tabla 18. Rentabilidad y volatilidad de las empresas familiares del *top* 100 vs. familiares cotizadas chinas, 2016-2020 **48**

ie UNIVERSITY CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS | MARCH A.M. BancaMarch

Índice de tablas:

Tabla 19. Principales ratios de las empresas familiares del *top* 100 vs. familiares cotizadas chinas, 2020 **48**

Tabla 20. Principales características de las empresas familiares del *top* 100 vs. familiares cotizadas chinas, 2020 **48**

Tabla 21. *Top* 25 de empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil, 2016-2020 **50**

Tabla 22. Rentabilidad anual compuesta y volatilidades de la empresa cotizada china vs. la no familiar, 2018-2023 **55**

Tabla 23. Evolución de la rentabilidad bursátil. *Top* 25 de empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil, 2016-2020 **56**

Tabla 24. Rentabilidad anual compuesta y ROA según la generación, 2005-2020 **59**

Tabla 25. Puntuación ESG de la empresa familiar cotizada china vs. la no familiar proporcionado por Bloomberg, 2023 **61**

Tabla 26. *Top* 10 de empresas familiares con mejor puntuación ESG de Bloomberg, 2023 **61**

Tabla 27. *Top* 100 de las empresas familiares cotizadas chinas por capitalización bursátil, 2020 **68**

Tabla 28. Modelo de predicción que estima el efecto de la propiedad familiar sobre la rentabilidad **71**

Tabla 29. Análisis de sensibilidad para el EVA, 2005-2020 **77**

Tabla 30. *Top* 100 de las empresas familiares cotizadas chinas con mayor rentabilidad bursátil media anual, 2016-2020 **79**

Tabla 31. Fórmulas para el cálculo de ratios **81**

ie UNIVERSITY CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS | MARCH A.M. BancaMarch

Autoras

CRISTINA CRUZ

Catedrática de Emprendimiento y directora académica del IE Center for Families in Business. También es doctora en Economía por la Universidad Carlos III de Madrid.

Su investigación se centra en comprender el proceso de toma de decisiones en las empresas familiares y las familias empresarias. Sus estudios relacionados con el gobierno corporativo, la filantropía y el emprendimiento en este tipo de empresas han sido publicados en las mejores revistas académicas de ***management.*** En reconocimiento a su labor investigadora ha recibido varios premios nacionales e internacionales y ha sido nombrada ***associate editor*** de la *Family Business Review.*

Como directora del IE Center for Families in Business, lidera numerosos proyectos de investigación aplicada a través de los cuales, en colaboración con otras instituciones, trata de ayudar a las familias empresarias a superar su gran reto: crear valor a lo largo de generaciones.

LAURA JIMÉNEZ

Doctora en Administración de Empresas por IE University (2023) y ***associate director*** del IE Center for Families in Business. Posee un máster en Research Methodology in Management Science por IE University y es graduada en Administración y Dirección de Empresas y Derecho por la Universidad Francisco de Vitoria.

Su investigación se centra en el gobierno corporativo de las empresas familiares cotizadas y en cómo los inversores perciben su toma de decisiones. Ha participado en las principales conferencias académicas internacionales, como la Academy of Management (AOM) o la Strategic Management Society (SMS), siendo su investigación nominada en esta última al Best Paper Prize. Imparte la asignatura de Empresa Familiar a nivel de grado en IE University y dirige los trabajos fin de grado centrados en esta materia.

Antes de incorporarse a IE University, trabajó como abogada en el área jurídica de Deloitte.

AGRADECIMIENTOS:

Susana Martínez Meyers, profesora de Finanzas, IE University.

Zhihao Ren, doctorando, IE University.

Na Zou, investigadora posdoctoral, Goethe University Frankfurt.

ie
UNIVERSITY

© de los textos: Los autores
© de esta edición: IE Editorial Knowledge

ie UNIVERSITY
CENTER FOR FAMILIES IN BUSINESS

MARCH A.M.
BancaMarch