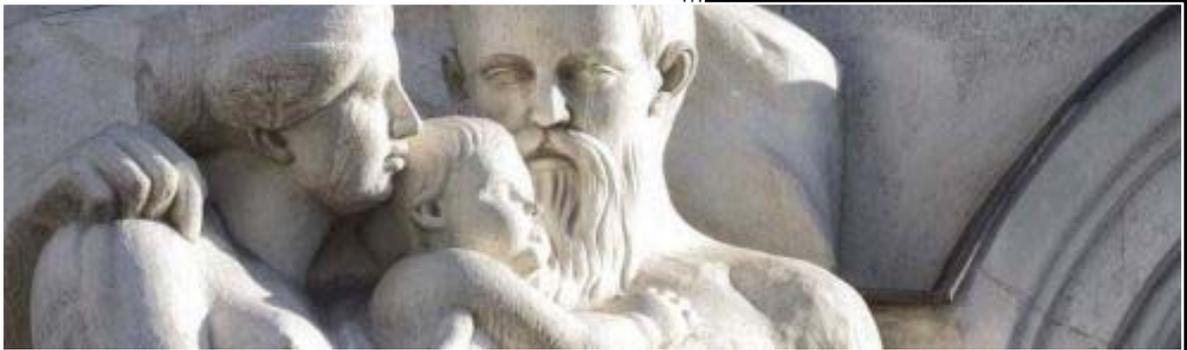


La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada (2001-2010)



Estimado lector,

Desde hacer unos años nos enfrentamos a la peor crisis económica desde el final de la 2ª Guerra Mundial y, a día de hoy, seguimos sin atisbar un final a la misma. En momentos tan complejos son muchas las personas que se resienten por las graves consecuencias de la crisis, pero no es menos cierto que también surgen importantes cambios en la economía y oportunidades para los inversores que tengan un horizonte temporal de largo plazo.

Desde Banca March, hemos querido respaldar la importante contribución de las empresas familiares en el mundo a la creación de valor y puestos de trabajo. Por esta razón, hemos creado para nuestros clientes *The Family Businesses Fund*, un fondo de renta variable global que solo invierte en empresas familiares cotizadas. El hecho de que Banca March sea también una empresa familiar con más de 100 años de historia nos permite tener una posición de privilegio para entender la dinámica de este tipo de empresas, que por nuestra experiencia suelen ser mucho más rentables a largo plazo.

Por esta razón, decidimos unir la experiencia de Banca March con el prestigio académico de una institución como IE Business School, reconocida internacionalmente por su apoyo a emprendedores y empresas familiares. Fruto de esta colaboración es este primer informe **Banca March-IE Business School**, que probablemente sea el estudio más completo sobre empresas familiares que se haya realizado en Europa en los últimos años.

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



José Luis Jiménez Guajardo-Fajardo

Director General, March Gestión

MARCH GESTIÓN: March Gestión (MGF) es la gestora de activos de la Banca March. Con más de 1.900 millones de euros y un equipo de 25 profesionales, la filosofía de inversión combina la creación de valor con la protección del patrimonio. Renta variable global y la asignación de activos son las principales áreas de especialización. Durante los últimos años, MGF ha recibido numerosos premios y reconocimientos por su gestión.

BANCA MARCH: Banca March es uno de los principales grupos financieros españoles, con una de los ratios de solvencia más elevados de Europa (26% de Core Capital). Durante 2010 y 2011 ha sido nº 1 en los test de estrés de la banca europea según el Comité Europeo de Supervisores Bancarios. Además, ha sido elegida mejor Banca Privada en España por *World Finance* en 2010, 2011 y 2012. Banca March es una entidad familiar especializada en banca privada, banca corporativa y gestión de activos.

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

Autores:

Cristina Cruz Serrano

Profesora de Gestión Emprendedora y Empresa Familiar
IE Business School

Laura Nuñez Letamendia

Profesora de Dirección Financiera
IE Business School

Equipo de apoyo:

Roberto Merino Pérez

IMBA
IE Business School



CRISTINA CRUZ, Profesora de Gestión Emprendedora y Empresa Familiar, IE Business School

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

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

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



LAURA NÚÑEZ LETAMENDIA, Profesora de Dirección Financiera, IE Business School

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

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

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

1. INTRODUCCIÓN	1
FUNDAMENTOS TEÓRICOS	
2. ¿QUÉ ES UNA EMPRESA FAMILIAR?	3
2.1. Definiciones	3
2.2. Implicaciones	4
3. LA CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA FAMILIAR: REVISIÓN DEL ESTADO DEL ARTE	9
3.1. La creación de valor económico-financiero: Relación entre propiedad familiar y rentabilidad	9
3.2. La creación de valor en otras dimensiones	13
ANÁLISIS EMPÍRICO	
4. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA	15
5. RADIOGRAFÍA DE LA EMPRESA FAMILIAR EUROPEA COTIZADA EN EL 2010	16
6. LA CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA FAMILIAR FRENTE A LA NO FAMILIAR EN LA ÚLTIMA DÉCADA (2001-2010)	23
6.1. Creación de valor económico	24
6.2. Otros indicadores de creación de valor	36
6.2.1. Indicadores de empleo	36
6.2.2. Indicadores de inversión en activos	
7. ¿QUE EMPRESAS FAMILIARES CREAN MAS VALOR?	40
7.1. Participación de la familia en la gestión de la empresa y su impacto en la creación de valor	40
7.2. ¿Qué tienen en común las empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil?	43
8. CONCLUSIONES	49
9. REFERENCIAS	57
10. ANEXO I: ANÁLISIS DE REGRESION	59

1. INTRODUCCIÓN

La importancia de la empresa familiar en el mundo es innegable. Aunque los resultados varían en función de qué se entienda por empresa familiar, las estadísticas señalan que las empresas familiares representan entre 50-80% del PIB en la mayoría de las economías del mundo¹. La presencia de un grupo familiar como accionista relevante es también frecuente en las compañías cotizadas (Bukart y otros, 2003). En EEUU por ejemplo, un tercio de las empresas del S&P 500 son familiares (Anderson & Reeb, 2003) y en países como Asia o Latinoamérica los grupos familiares controlan más del 50% de las compañías cotizadas (Credit Suisse, 2011, Martínez y otros, 2007). Esta presencia es también muy relevante en Europa donde se estima que una gran mayoría de empresas cotizadas permanecen controladas por familias (La Porta, Lopez de Silanes, 1999) y donde además se demuestra cómo este control de la familia fundadora perdura una vez que ésta se retira de los puestos directivos (Burkart y otros, 2003).

Por este motivo, no es de extrañar que el análisis de la relación existente entre propiedad familiar y creación de valor se haya definido como “la búsqueda del Santo Grial” en el campo de la empresa familiar (Gomez-Mejía, Cruz, Berrone y De Castro, 2011). A pesar de los numerosos esfuerzos de investigación dedicados a este tema en los últimos años, esta búsqueda no ha concluido pues el efecto final de esta relación es aún hoy objeto de gran controversia. Esta controversia se refleja también en la visión que la opinión pública en Europa mantiene sobre las empresas familiares cotizadas. Por una parte, se admira y se respeta a empresas que han sido capaces de prosperar en el tiempo bajo el control de una familia, resaltando la fuerza de sus valores y su orientación a largo plazo. Por otra, se considera que las distintas prioridades de los accionistas familiares con respecto a otros accionistas genera un conflicto de intereses que supone un obstáculo a la creación de valor.

En medio de esta controversia, este primer estudio BANCA MARCH-IE supone una importante contribución al análisis de la creación de valor en la empresa familiar, tanto desde el punto de vista metodológico como por el enfoque teórico utilizado para explicar las diferencias encontradas en cuanto a la creación de valor entre empresas familiares y no familiares.

Desde un punto de vista metodológico, el estudio está basado en una muestra de empresas (2423 empresas, 649 familiares) superior a la utilizada en casi todos los trabajos publicados.

¹ Datos de la web del Family Firm Institute www.ffi.org

Igualmente es superior el número de países analizados, pues incluye compañías pertenecientes a 38 países europeos, mientras que los estudios multipaís publicados sobre empresas europeas se limitan a incluir empresas de Europa Occidental o de la Unión Europea. Adicionalmente, el periodo estudiado (2001-2010) es el más amplio de los hasta ahora existentes lo que permite por una parte capturar la creación de valor a largo plazo y por otra, distinguir el comportamiento de las empresas en función del ciclo económico. Finalmente, el uso de criterios restrictivos para definir empresa familiar, así como la rigurosidad seguida a la hora de identificar si las empresas cumplían estos criterios, garantiza la validez de la muestra y permite capturar los efectos diferenciales de la propiedad familiar sobre la creación de valor con mayor precisión.

El enfoque utilizado para capturar la creación de valor supone también sin duda una contribución de este primer informe BANCA MARCH-IE. Frente a los estudios existentes, centrados en medidas de rendimiento económico – financiero y/o de valoración de mercado, el presente informe BANCA MARCH-IE utiliza nuevos indicadores, más directamente relacionados con la creación de valor en este sentido tales como la Rentabilidad Bursátil y el Economic Value Added (EVA) . Asimismo, el informe adopta una visión mucho más amplia de creación de valor, incluyendo otras dimensiones que van más allá del valor puramente económico o financiero, al estimar por ejemplo la contribución de las empresas familiares a la creación de empleo o su comportamiento en las distintas fases del ciclo económico.

El conjunto de todas estas contribuciones hace que este primer informe BANCA MARCH-IE sea único en su campo. Independientemente de que los resultados finales puedan ser debatidos, lo que sí es cierto es que supone un punto de inflexión en los estudios sobre la relación entre propiedad familiar y rentabilidad en empresas cotizadas. El informe señala por un lado la necesidad de distinguir claramente entre lo que cada uno de los indicadores de generación de valor económico financiero está midiendo; por otro, la necesidad de utilizar indicadores adicionales de creación de valor que van más allá del generado para los accionistas de la empresa y/o para la propia familia propietaria. De no hacerlo así, se estaría infravalorando la contribución de las empresas familiares al crecimiento de las economías en particular y al bienestar de la sociedad en general.

FUNDAMENTOS TEÓRICOS

2. ¿QUÉ ES UNA EMPRESA FAMILIAR?

2.1. Definiciones

A pesar de la importancia y el creciente interés por el estudio de la empresa familiar, aún no existe consenso a la hora de definir este tipo de organizaciones. La definición de empresa familiar utilizada en el informe BANCA MARCH-IE se basa en investigaciones previas que muestran:

- Cómo un control de los derechos de voto superior al 20% es suficiente para que un accionista o grupo de accionistas ejerza una influencia significativa en una empresa (Faccio & Lang, 2000).
- Cómo esta influencia es aún más significativa si al menos un miembro de la familia está presente en el Consejo de Administración (Anderson y Reeb, 2003, Gómez-Mejía Larraza-Kintana y Makri, 2003).

En base a estos dos criterios definimos empresa familiar como aquella en la que se cumplen dos condiciones:

El estudio BANCA MARCH-IE considera empresa familiar aquella en la que un individuo o grupo familiar poseen al menos el 20% de las acciones de la empresa y en la que al menos un miembro de la familia está presente en el Consejo de Administración.

Comparando con otros estudios empíricos, la combinación de ambos criterios supone una definición restrictiva de empresa familiar. Sin embargo, dada la dificultad de identificar el porcentaje de derechos de voto en algunos casos, el uso de ambos criterios garantiza que, aun estando por debajo del porcentaje del 20% en voto, la familia influye en la dirección de la empresa a través de su presencia en el Consejo y que por tanto, los resultados están realmente captando el efecto diferencial de la propiedad familiar.

2.2. Implicaciones

A pesar de la falta de consenso a la hora de definir qué es realmente una empresa familiar, de lo que no existen dudas entre investigadores y expertos en empresas familiares es de que la presencia de un grupo familiar con influencia en la toma de decisiones de una compañía dota a ésta de unas características únicas que se reflejan en diferencias a la hora de tomar decisiones estratégicas. Así, existe numerosa evidencia empírica que señala las diferencias existentes entre empresas familiares y no familiares en relación a estrategias de diversificación (Gómez-Mejía, Makri, y Larraza Kintana, 2010), estructura de capital (Mishra y McConaughy, 1999), políticas de retribución de directivos (Cruz, Gómez-Mejía y Becerra, 2010) y un largo etc.

¿Qué es lo realmente diferencial de una empresa familiar?

Aunque tampoco existe unanimidad en este sentido, los expertos señalan como factor clave diferencial el hecho de que en estas organizaciones, la maximización de beneficios económicos convive con la consecución de otro tipo de objetivos no económicos que son importantes para el grupo familiar propietario tales como la posibilidad de dar empleo a otros miembros de la familia o de transmitir un legado a generaciones futuras. En los últimos años, ha cobrado relevancia el concepto de RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL (SEW por sus siglas en inglés, Socioemotional Wealth) para referirse a estos beneficios no financieros que impactan la función de utilidad de los accionistas familiares.

RIQUEZA SOCIOEMOCIONAL:

- **Beneficios que los accionistas familiares obtienen de los aspectos no económicos de la empresa**
- **Stock de “valor afectivo” que una familia obtiene de su posición como accionista de referencia en una compañía**

(Gómez-Mejía y otros, 2007; Berrone, Cruz, Gómez-Mejía, 2010).

¿Qué aspectos incluye esta riqueza socioemocional?

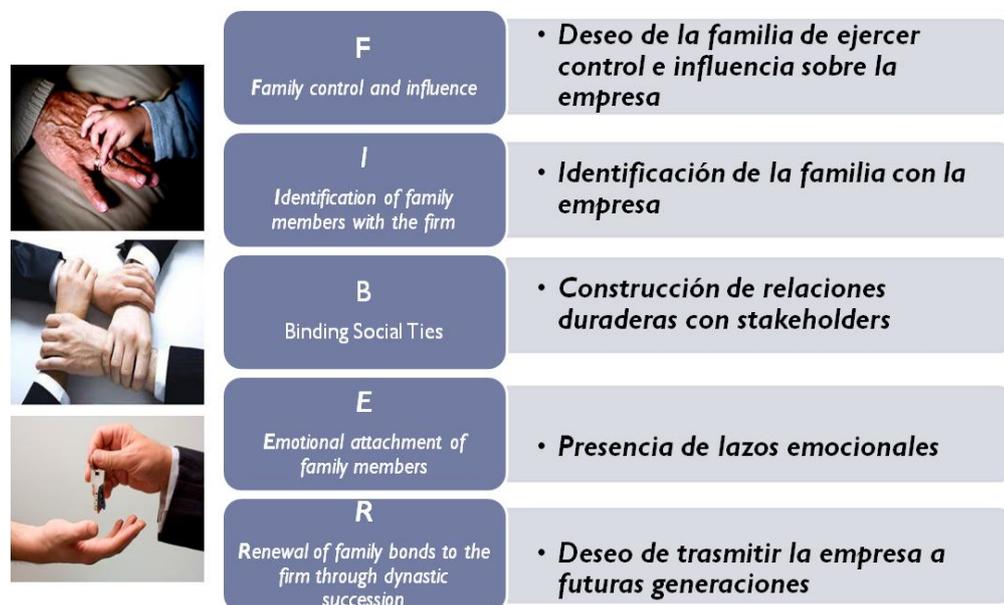
Tal y como se desprende de la definición, la riqueza socioemocional incluye todos aquellos aspectos que aportan valor a la familia propietaria y que no están necesariamente relacionados con la creación de valor económico. Estos aspectos han sido mencionados desde

las primeras investigaciones en el campo de la empresa familiar, aunque la literatura en este sentido estaba muy fragmentada. El concepto de Riqueza Socioemocional (SEW) ha logrado agrupar todos estos aspectos no monetarios que distinguen a la empresa familiar en cinco dimensiones que incluyen:²

- 1) El deseo de la familia de ejercer control e influencia sobre la toma de decisiones en la empresa.
- 2) La fuerte identificación de los miembros de la familia con la empresa hasta el punto de que a veces es difícil separar la identidad de ambos.
- 3) La construcción de relaciones duraderas con stakeholders tanto internos como externos, incluyendo empleados, clientes, proveedores, etc.
- 4) La presencia de fuertes lazos emocionales entre los miembros de la familia, lazos que a menudo se extienden a otros que no pertenecen a la familia.
- 5) El fuerte deseo de continuidad, de transmitir la compañía a futuras generaciones.

Gráfico 1

Dimensiones de la Riqueza Socioemocional (FIBER MODEL)



² Estas cinco dimensiones de la Riqueza Socioemocional se conocen como MODELO FIBER por sus siglas en inglés (Gráfico 1) y han sido propuestas recientemente por Berrone, Cenammo, Cruz y Gómez-Mejía, (2012).

¿Cómo influye esta riqueza socioemocional en la creación de valor en la empresa familiar?

Aparte de aunar posturas en torno a los aspectos distintivos de las empresas familiares, el modelo de Riqueza Socioemocional (SEW model) es útil para explicar cómo estas diferencias se reflejan en la toma de decisiones estratégicas. Así, se asume que para los accionistas familiares, la preservación de la riqueza socioemocional es un fin en sí mismo, y que por tanto cualquier decisión estratégica tendrá como objetivo proteger esta riqueza (Gómez-Mejía y otros, 2007). Por supuesto, esto no implica que los accionistas familiares no persigan aumentar su riqueza financiera, sino que en la empresa familiar conviven ambos objetivos a la vez y esto es precisamente lo que dota a la empresa familiar de rasgos únicos que la diferencian del resto de las compañías.

Gráfico 2
Objetivos de los accionistas familiares



La literatura sobre empresa familiar es bastante clara en determinar los aspectos positivos y negativos que sobre la creación de valor tiene este énfasis en la preservación de la riqueza socioemocional por parte de los accionistas familiares (Tabla 1). Por ejemplo, al tratar de garantizar la influencia de la familia en la empresa, los accionistas familiares pueden decidir que los puestos clave de la empresa sean ocupados por miembros de la familia, lo que favorece el nepotismo y la fuga de talentos. Sin embargo, esto también puede contribuir a reducir los costes de agencia, al no existir separación entre propiedad y control.

La formación de relaciones duraderas con otros grupos de interés (stakeholders) tales como empleados, proveedores y clientes es otra de las ventajas frecuentemente señaladas en el

caso de la empresa familiar. Estas relaciones duraderas generan confianza y reputación, lo que reduce los costes de transacción y favorece la lealtad de estos stakeholders al tiempo que hace que estas empresas tengan un conocimiento estrecho del mercado que atienden. Igualmente se asume que el deseo de perpetuar la empresa a generaciones futuras hace que la toma de decisiones esté menos condicionadas por el corto plazo y dota a la empresa familiar de un “capital paciente” (Sirmon y Hitt, 2003) dispuesto a permanecer en la empresa en el largo plazo. Otros sin embargo consideran que estas relaciones duraderas y esta visión a muy largo plazo, se traduce en inmovilismo, resistencia al cambio y falta de innovación en el caso de las empresas familiares.

Tabla 1.
Aspectos positivos y negativos de la riqueza socioemocional

DIMENSIONES SEW	Aspectos positivos	Aspectos negativos
Deseo de control e influencia	Menores costes de agencia, al no existir separación entre propiedad y control	Expropiación derechos accionistas minoritarios Nepotismo
Identificación de la familia con la empresa	Mayor compromiso con el proyecto empresarial Mayor Reputación	Resistencia al cambio Cierta aversión al riesgo
Construcción de relaciones duraderas con stakeholders	Capital social Mayor confianza, lealtad y motivación Mayor conocimiento del mercado	Poca innovación Resistencia al cambio Altos costes salariales
Presencia de lazos emocionales	Mayor confianza, lealtad y motivación Mayor flexibilidad	Nepotismo Ausencia de meritocracia Incapacidad para atraer no familiares Menor flexibilidad
Deseo de continuidad	Visión a largo plazo Capital paciente	Nepotismo/Ausencia de meritocracia Resistencia al cambio

Fuente: Elaboración propia a partir de la revisión de la literatura

El problema es que, implícitamente de esta discusión sobre los aspectos positivos y negativos de la empresa familiar (resumida en la Tabla 1) se deriva que los estudios realizados hasta la fecha lo que están asumiendo es que al perseguir objetivos distintos de los puramente económicos (preservar su SEW), la familia está perjudicando la maximización de beneficios monetarios y por tanto está destruyendo valor económico para la empresa. Si bien es cierto que esto puede llegar a ocurrir en ocasiones, como este primer informe BANCA MARCH-IE demuestra en las siguientes secciones, esta perspectiva supone una visión algo “miope” de la empresa familiar y de su contribución al crecimiento económico y al bienestar de la sociedad.

Aún sin negar estos efectos negativos, este estudio adopta una perspectiva novedosa para el análisis de la creación de valor en la empresa familiar basada en el modelo de Riqueza Socioemocional. En concreto se asume que, a pesar de existir efectos contrapuestos entre la maximización del beneficio económico y la preservación de la riqueza socioemocional, también existen ciertos efectos complementarios. Estos efectos se reflejan no solo en una mayor capacidad de crear valor para sus accionistas por parte de la empresa familiar, sino en una mayor capacidad de generar valor para otros stakeholders.

Este “otro valor” puede o no estar relacionado de forma directa con la generación de valor económico-financiero pero en cualquier caso, constituye un efecto positivo para el conjunto de la sociedad en términos por ejemplo de una mayor supervivencia de las empresas, la capacidad de generar un empleo más estable o una mayor implicación en estrategias de responsabilidad social corporativa por parte de las empresas familiares. A su vez, probablemente muchos de estas acciones terminarán reflejándose en el largo plazo en una mayor creación de valor desde el punto de vista económico-financiero. La existencia de estas externalidades positivas o “spillover effects” de la empresa familiar son raramente tomadas en cuenta cuando se analiza su impacto, lo que sin duda implica infravalorar el papel de la empresa familiar en la economía.

3. LA CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA FAMILIAR: REVISIÓN DEL ESTADO DEL ARTE

3.1. La generación de valor económico-financiero: Relación entre propiedad familiar y rentabilidad

Durante los últimos 15 años se han dedicado grandes esfuerzos a entender el efecto directo de la propiedad familiar en el desempeño de las empresas cotizadas. Esta investigación sin embargo no ha arrojado resultados concluyentes. Tal y como muestra la Tabla 2, en la que se recogen los estudios más relevantes en este sentido publicados en la última década, en promedio la empresa familiar parece ofrecer una ventaja de valoración con respecto a otras organizaciones. Por ejemplo, en estudios realizados en empresas americanas sobre el S&P 500, y las muestras de la lista Fortune 500, respectivamente, Anderson y Reeb (2003) y Villalonga y Amit (2006) reportan que la Q de Tobin³ de las empresas familiares es mayor que la de otras empresas. Resultados similares obtienen Maury (2006), que analiza empresas cotizadas europeas y Allouche y otros (2008), que toman como muestra empresas listadas en la Bolsa japonesa. Sin embargo, existe también evidencia en sentido contrario (por ejemplo el estudio de Morck y otros (1998) en Canadá).

Del análisis de la Tabla 2 se desprende que los datos aparentemente contradictorios pueden deberse no sólo a diferencias en el contexto, al tomar muestras de distintos países, sino también al uso de diferentes definiciones de empresa familiar, de distintos periodos de estudio, así como al empleo de distintas metodologías para estimar la creación de valor (Sacristán-Navarro y otros 2011). Igualmente la evidencia empírica señala que la superioridad de rendimiento de la empresa familiar es sensible a la presencia o no del fundador en la misma (Miller, Le Breton-Miller, Lester y Cannella, 2007), o al grado de implicación de la familia en la gestión (Allouche y otros, 2008, Villalonga y Amit, 2006), aunque el signo de estos efectos es también fuente de controversia.

Así pues, aunque las investigaciones realizadas hasta la fecha demuestran de forma unánime el efecto diferencial de la propiedad familiar sobre la creación de valor económico-financiero, el debate sobre los efectos positivos o negativos de dicha influencia está aún abierto.

³ La Q de Tobin es el ratio que relaciona el valor de mercado de la empresa con su valor contable

Tabla 2
Evidencia Empírica sobre Propiedad Familiar y Generación de Valor Económico

AUTOR	AMBITO GEOGRÁFICO	TAMAÑO MUESTRA	%EF	DEFINICION EMPRESA FAMILIAR	PERIODO	VARIABLES PERFORMANCE	VENTAJA EF	RESULTADOS
Lee, 2006	EEUU	403	35%	La familia fundadora posee acciones y/o está presente en el Consejo	1999-2002	Crecimiento del empleo y Crecimiento de Ventas	SI	Mayores ingresos, beneficios y generación de empleo. Crecimiento del empleo en época de crisis (2000-2002) significativamente mayor
Miller y Miller, 2007	EEUU	896	45%	Grupo familiar posee más del 5%	1996-2000	Q de Tobin	DEPENDE	La ventaja solo existe para las empresas en las que el fundador está presente
Anderson y Reeb, 2003	EEUU	403	34%	La familia fundadora posee acciones y/o está presente en el Consejo	1992-1999	ROA y Q de Tobin	SI	EF mayor ROA y Q de Tobin, aunque la relación entre propiedad familiar y performance no es lineal.
Villalonga y Amit, 2006	EEUU	508	37%	El fundador o un miembro de su familia es miembro del CA y/o posee al menos 5% del capital individualmente o como grupo	1996-1998	Q de Tobin	DEPENDE	La empresa familiar crea más valor que la no familiar solo cuando el fundador es el CEO o cuando es Chairman pero hay un CEO no familiar
Allouche y otros, 2008	JAPON	1271	38%	La familia es uno de los accionistas mayoritarios y/o esta en el CA		ROE, ROA, ROIC, Ratios de eficiencia y otros ratios	SI	Los mejores resultados se obtienen cuando se toma un criterio estricto para definir empresa familiar (propiedad y presencia en el CA)
Lauterbach y Vaninsky, 1999	ISRAEL	280	33%	La familia es el principal accionista	1992-1994	Beneficio neto , Deuda, Retribución	NO	
Morck, Stangeland y Young, 1998	CANADA	500	50%	Grupo familiar más del 10% de las acciones	1994-1999	ROA, ROE, Q de Tobin	NO	
Maury, 2006	EUROPA (13 países)	1672	33%	Grupo familiar más del 10% de los derechos de voto	1998	ROA y Q de Tobin	SI	EF 16% mayor ROA y mejor valoración (Q Tobin 7% mayor).
Pindado y otros, 2008	EUROPA (13 países)	779	33%	Grupo familiar más del 10% de los derechos de voto	2000-2006	Market value of Equity/Replacement value of assets	SI	Efecto propiedad familiar sobre performance no es lineal

Tabla 2
Continuación

AUTOR	AMBITO GEOGRÁFICO	TAMAÑO MUESTRA	%EF	DEFINICION EMPRESA FAMILIAR	PERIODO	VARIABLES PERFORMANCE	VENTAJA EF	RESULTADOS
Barontini y Caprio, 2005	EUROPA (11 países)	675 más de 300 m Euros capitalización	34%	Grupo familiar controla más del 10% de las acciones	1999-2001	ROA y Q de Tobin	SI	La ventaja desaparece cuando la siguiente generación el CEO es familiar. Si que existe si la familia está en el Consejo y el CEO es no familiar
Nieto y otros, 2009	EUROPA (15 países)	2759 de más de 50 empleados	14%	El principal accionista es un accionista individual o hay al menos dos accionistas de la misma familia que poseen al menos el 25% y la familia está representada en el CA	2004-2005	Q de Tobin	DEPENDENDE	Si el CEO es familiar en las siguientes generaciones la empresa destruye valor
Sraer y Thesmar, 2004	FRANCIA	420	70%	Grupo familiar más del 20% acciones	1994-2000	ROA/ROE/PAYOUT y MARKET TO BOOK RATIOS	DEPENDENDE	EF mejor performance con datos contables pero usando datos de mercado solo las empresas donde el fundador está presente tienen mejor valoración
Cronqvist y Nilsson, 2003	SUECIA	309	57%	Grupo familiar posee más del 25% de las acciones	1991-1997	Q de Tobin	NO	
Favero y otros, 2006	ITALIA	155	57%	Grupo familiar posee más del 20% de las acciones	1998-2003	ROA, ROE, Q de Tobin y absolute and relative stock market returns	DEPENDENDE	EF presenta ROA superior pero no existen diferencias significativas
Kowaleski y otros, 2001	POLONIA	217	30%	Grupo familiar posee más del 25% de las acciones	1997-2005	ROE,ROA y resultado operativo	SI	La relacione con la propiedad familiar no es lineal.
Andrés y otros, 2008	ALEMANIA	275	37,50%	El fundador o la familia poseen más del 25% de los votos o si poseen menos, al menos un miembro de la familia está en el Consejo	1998-2004	ROA y Q de Tobin	DEPENDENDE	La ventaja solo existe para las empresas en las que el fundador está presente
Sacristán Navarro y Ansón, 2011	ESPAÑA	118	59,77%	Grupo familiar más del 10% acciones	2002-2008	ROA	NO	

3.2. La generación de valor en otras dimensiones

Paralelamente a la publicación de estudios que relacionan el efecto de la propiedad familiar con la rentabilidad de la empresa, sobre todo en los últimos años, han surgido estudios que tratan de analizar el efecto de la empresa familiar sobre otros indicadores de creación de valor que van más allá de los puramente económicos y financieros. A diferencia de los centrados en el valor económico que consideran como único stakeholder relevante al accionista y al propio grupo familiar, estas investigaciones recientes consideran cómo la familia puede crear valor para sus stakeholders en sentido amplio, incluyendo proveedores, clientes, empleados e incluso la sociedad en su conjunto.

Los resultados de estas investigaciones son más concluyentes que los anteriores a pesar de que la evidencia empírica es aún limitada dado lo novedoso del tema. La evidencia empírica demuestra que comparadas con las no familiares, las empresas familiares son capaces de generar más valor para sus stakeholders en forma por ejemplo de políticas de empleo más estables (Stavrou, Kassinis y Filotheou, 2007), menores niveles de contaminación (Berrone, Cruz y Gomez-Mejia, 2010) o mayor implicación en acciones de responsabilidad social corporativa (Dyer & Whetten, 2006) (Tabla 3).

TABLA 3
Relación entre propiedad familiar y otros indicadores de creación de valor

AUTOR	AMBITO GEOGRAFICO	TAMAÑO MUESTRA	VARIABLE	RESULTADOS
Berrone, Cruz y Gomez-Mejia, (2010).	EEUU	194 empresas cotizadas, 101 familiares	Indicadores de contaminación	EF contaminan menos y el efecto es mayor cuanto más implicadas están en su comunidad
Dyer y Wheten, (2006).	EEUU	Empresas S&P 500	Responsabilidad social corporativa	EF son más proclives a evitar acciones que se consideren "socialmente irresponsables"
Lee (2006)	EEUU	403	Crecimiento empleo	Crecimiento del empleo en épocas de crisis significativamente mayor
Stavrou y otros, 2007	EEUU	Empresas Fortune 500	Políticas empleo	EF más reacias a despedir empleados independientemente de los resultados financieros

La aplicación de la lógica del SEW ayuda a explicar este comportamiento evitando hacer juicios de valor sobre "la mayor bondad o mayor altruismo de los accionistas familiares". Por ejemplo, llevar

a cabo políticas socialmente irresponsables daña seriamente la imagen de la empresa y, debido a la fuerte identificación de ésta con la familia, este daño se traduce directamente en una pérdida de SEW. Así pues, al tratar de proteger su riqueza socioemocional los propietarios familiares están voluntaria o involuntariamente contribuyendo a mejorar el bienestar de otros stakeholders.

A modo de resumen, la revisión del “estado del arte” en relación a la creación de valor en la empresa familiar cotizada muestra la existencia de dos corrientes diferenciadas. Una centrada en estudios económicos-financieros que analiza el impacto de la propiedad familiar sobre medidas de desempeño de la empresa. Estos estudios consideran casi exclusivamente indicadores económicos de creación de valor y en todo caso asumen que la presencia de objetivos no económicos genera un conflicto de interés que destruye valor para el accionista. La otra corriente más reciente, impulsada por investigadores que no provienen tanto del campo de las finanzas o la economía sino del management o de la estrategia, analiza cómo el objetivo de preservar la riqueza socioemocional contribuye a crear valor para un conjunto de stakeholders más amplio que el de los accionistas de la compañía.

Sorprendentemente, a pesar de la existencia de numerosas sinergias entre ambas perspectivas, ambas corrientes han sido desarrolladas de manera totalmente independiente. El presente estudio BANCA MARCH-IE aúna por primera vez estos dos enfoques, al considerar la creación de valor en un sentido amplio utilizando para ello la lógica del enfoque de la Riqueza Socioemocional. Este enfoque emergente, a diferencia de estudios anteriores, no considera la maximización del beneficio económico y la preservación de la riqueza socioemocional como dos objetivos contrapuestos sino complementarios y entre los que existen numerosas sinergias que pueden explicar muchas de las ventajas encontradas en la creación de valor en empresas familiares. Siguiendo esta lógica, en las siguientes secciones se desarrolla el análisis empírico que pretende responder, entre otras, a las siguientes preguntas:

- **¿Cuál es el perfil de la empresa familiar cotizada europea?**
- **¿Generan las empresas familiares más valor para el accionista que las no familiares?**
- **¿Generan más valor para otros stakeholders?**
- **¿Qué distingue a las empresas familiares que crean más valor?**

ANÁLISIS EMPÍRICO

4. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

El estudio BANCA MARCH-IE utiliza como universo de empresas **todas las compañías cotizadas en algún país europeo reportadas en la base de datos ORBIS⁴ que no pertenecen al sector financiero y cuya capitalización bursátil superaba los 50 millones de € a finales de 2010.**

El total de empresas preseleccionadas en nuestra muestra en base a estos criterios es de 2.881. De éstas, en el año 2010 identificamos como familiares 649 empresas en base a los criterios anteriormente mencionados, y como no familiares 1774. Para las 458 empresas restantes los datos disponibles no permiten identificar si cumplen o no el criterio de empresa familiar que estamos empleando, por lo que se decidió mantenerlas fuera de nuestra muestra, de manera que no puedan distorsionar los resultados en caso de ser incluidas erróneamente en uno u otro grupo de empresas. El tamaño de la muestra se reduce para el análisis de los datos longitudinales (2001-2010) ya que no todas las empresas identificadas en el año 2010 cuentan con datos económicos - financieros para el conjunto del periodo y no todas las empresas que cotizaban en 2010 lo hacían para todo el periodo. En concreto, el panel de empresas en el caso del análisis de los datos longitudinales queda reducido a 408 familiares frente a 977 empresas no familiares.

MUESTRA FINAL DEL ESTUDIO

- **ANÁLISIS DE DATOS DE SECCIÓN CRUZADA. AÑO 2010:**
 - **649 Empresas familiares y 1774 empresas no familiares**
- **ANÁLISIS DE DATOS LONGITUDINALES: PERIODO 2001-2010**
 - **408 empresas familiares y 977 empresas no familiares**

Con relación a las fuentes de información, los datos financieros y contables han sido obtenidos de BLOOMBERG mientras que los datos relativos a las características de la empresa (tamaño, sector, país, antigüedad, etc.) así como los relativos al carácter familiar o no de la misma proceden de la base de datos ORBIS.

⁴ ORBIS es una base de datos desarrollada por Bureau Van Dijk Electronic Publishing (BVDEP), que contiene información de aproximadamente 60 millones de empresas

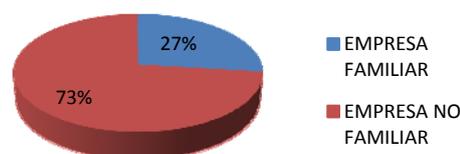
5. RADIOGRAFÍA DE LA EMPRESA EUROPEA COTIZADA EN 2010

- **¿Cuál es el perfil de la empresa familiar cotizada europea?**
 - **¿Cuál es la contribución de la empresa familiar en términos de tamaño y empleo?**
 - **¿Qué países europeos concentran el mayor número de empresas familiares?**
 - **¿Existen diferencias en relación a las empresas no familiares en cuanto a su distribución sectorial?**
 - **¿Son las empresas familiares europeas más longevas?**

En esta sección se analizan los datos de sección cruzada correspondientes al año 2010 para las 2.423 empresas, identificadas como familiares y no familiares, que en dicho año cotizaban en las distintas Bolsas europeas y que contaban con una capitalización bursátil superior a los 50M de Euros. El objetivo de esta sección es “hacer una foto” de la empresa familiar en el último año para el que existen datos disponibles.

Como se ha descrito anteriormente 649 de estas empresas cumplían el criterio de empresa familiar utilizado en este informe. Esto supone un 27% del total, como se muestra en el Gráfico 3. Este porcentaje es ligeramente inferior al que obtienen los estudios revisados en la Tabla 2, pero como ya se ha comentado, éstos utilizan una definición de empresa familiar más amplia.

Gráfico 3
Porcentaje de empresas familiares sobre el total de empresas cotizadas en el 2010



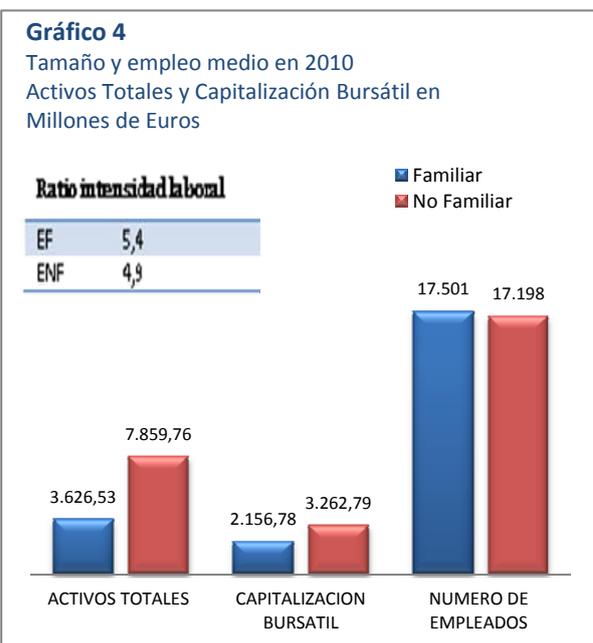
Tamaño y Empleo

En el año 2010, las empresas familiares analizadas sumaban una capitalización bursátil de 1,4 Billones de Euros (lo que supone un 19% del total), mantenían activos por valor de 2,4 Billones de Euros (14% del total) y ventas por valor de 1,6 Billones (20%), siendo su contribución en términos de empleo de un 27% con cerca de 8 millones de empleados. (Tabla 4). Este porcentaje, significativamente superior al de la contribución de estas empresas en relación a sus activos,

ventas y capitalización, es un primer indicio del importante papel que juega la empresa familiar en términos de generación de empleo.

Tabla 4.
Datos relativos a tamaño agregados. Empresa familiar frente a no familiar

	Familiar		No familiar	
ACTIVO TOTAL (millones Euros)	2.353.615	14%	13.943.206	86%
VENTAS (millones Euros)	1.616.016	20%	6.458.623	80%
CAPITALIZACION BURSATIL (millones Euros)	1.393.277	19%	5.788.198	81%
EMPLEADOS	7.922.850	27%	21.414.609	73%
N	649	27%	1.774	73%



Este efecto es aún más obvio si se comparan los valores medios referidos al tamaño y empleo en ambos tipos de organizaciones (Gráfico 4). Estos datos muestran cómo a pesar de su menor tamaño, las cifras de empleo son muy similares, lo que indica que las empresas familiares son más intensivas en trabajo y en términos relativos en el año 2010 suponen una mayor contribución a la creación de empleo en Europa. De hecho, el ratio de intensidad laboral⁵ es mayor para el caso de la empresa familiar y la diferencia es estadísticamente significativa ($p < 0,01$). Este

papel de la empresa familiar en relación al empleo se analiza con detalle en el apartado 6.2.1.

⁵ La intensidad laboral es medida mediante el ratio de número de empleados entre el activo total de la empresa en millones de Euros.

La Tabla 5 muestra el ranking de las 25 empresas familiares con mayor tamaño en términos de capitalización bursátil y número de empleados. Destacar el hecho de que en el caso de las empresas españolas sólo Inditex aparece entre las de mayor capitalización. Junto a ella, FCC, Ferrovial y Prosegur están sin embargo presentes en el ranking de las empresas con mayor número de empleados.

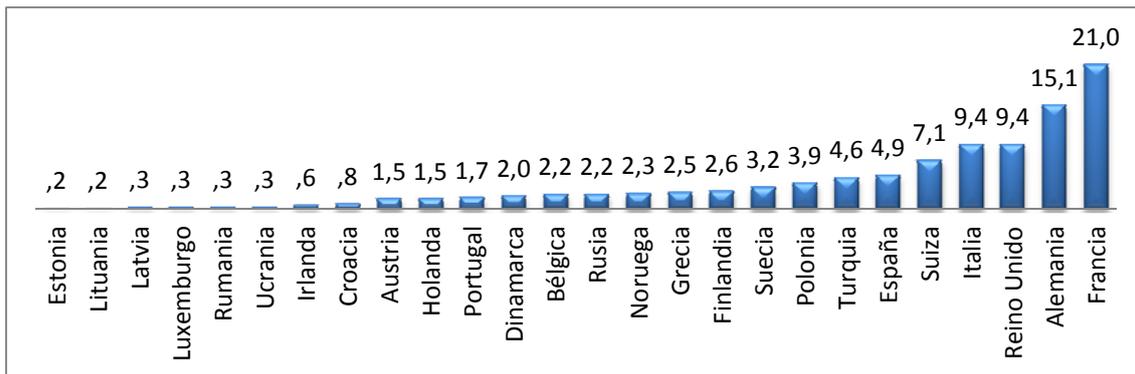
Tabla 5
Ranking de empresas familiares por tamaño y número de empleados

EMPRESA	CAPITALIZACION (millones euros)	Ranking	EMPRESA	Nº EMPLEADOS
ROCHE HOLDING AG	95.412,79	1	RANDSTAD HOLDING NV	546.980
ANHEUSER-BUSCH INBEV	68.176,12	2	VOLKSWAGEN AG	399.381
LVMH	58.891,32	3	SODEXO	379.137
VOLKSWAGEN AG	49.263,45	4	ARCELORMITTAL S.A.	262.832
L'OREAL SA	48.988,61	5	METRO AG	252.258
ARCELORMITTAL S.A.	43.948,18	6	SECURITAS AB	236.713
HENNES & MAURITZ AB	42.971,49	7	FIAT S.P.A.	199.924
BMW	38.556,08	8	PEUGEOT S.A.	198.220
A P MOLLER – MAE	29.576,41	9	THYSSENKRUPP AG	187.495
INDITEX	28.443,81	10	RALLYE SA	175.380
AUDI AG	27.305,00	11	CASINO GUICHARD-PERRACHON	159.230
HEINEKEN NV	21.073,72	12	BOUYGUES SA	133.456
CHRISTIAN DIOR SA	19.126,92	13	ANHEUSER-BUSCH INBEV	114.313
FIAT S.P.A.	19.085,12	14	MICHELIN	111.100
HENKEL AG & CO. KGAA	18.322,83	15	A P MOLLER - MAE	108.000
HOLCIM LTD.	18.109,22	16	PROSEGUR C	104.363
THE SWATCH GROUP LTD.	18.088,74	17	FERROVIAL, S.A.	101.416
METRO AG	17.607,31	18	ASSOCIATED BRITISH FOODS	96.915
PERNOD RICARD SA	16.807,62	19	BMW	95.453
HERMES INTERNATIONAL SA	16.484,26	20	INDITEX	92.301
COMPAGNIE FINANCIERE RICHEMONT	16.480,22	21	FCC	92.293
PPR S.A.	15.074,58	22	OPEN JOINT STOCK COMPANY	90.998
MAN SE	13.085,09	23	CHRISTIAN DIOR SA	86.818
OAD SEVERSTAL	12.779,80	24	LVMH	83.542
KUEHNE & NAGEL INTERNATIONAL AG	12.406,10	25	ROCHE HOLDING AG	80.653

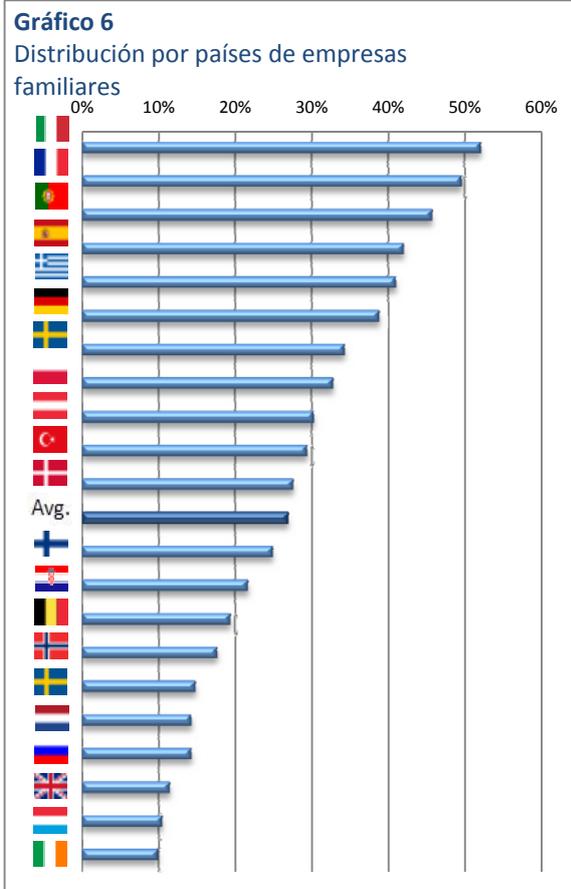
Distribución geográfica

El Gráfico 5 muestra la distribución geográfica de las empresas familiares de la muestra en el 2010. Francia es el país que más empresas concentra (21% de la muestra), seguido por Alemania (15,1%) y Reino Unido (9,4%).

Gráfico 5
Distribución geográfica de las empresas familiares de la muestra



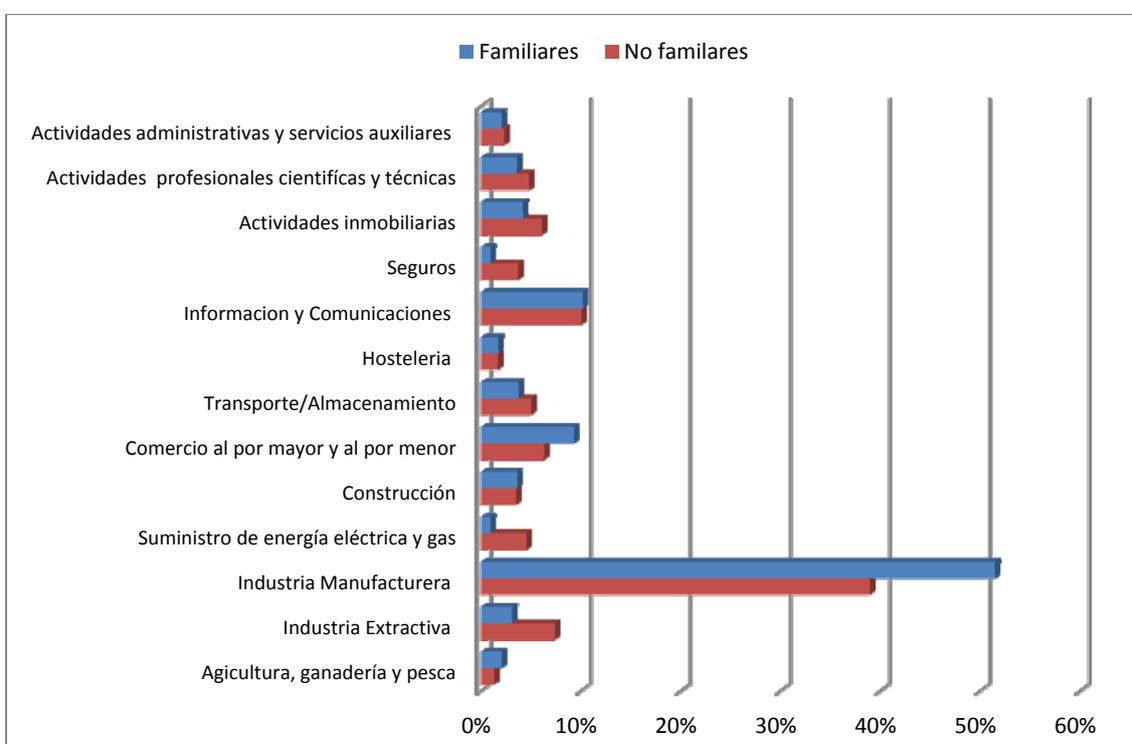
Esta clasificación esconde sin embargo importantes diferencias en cuanto a la relevancia de las empresas familiares frente a las no familiares en cada uno de los países analizados. Como se muestra en el Gráfico 6, Italia es el país donde las empresas familiares tienen un mayor peso, representando más de la mitad de las empresas cotizadas (un 52,14%). La importancia de la empresa familiar es también clave en los demás países del sur de Europa (España, Portugal y Grecia) donde el porcentaje de empresas familiares es superior al 40%. En Reino Unido sin embargo, a pesar de concentrar el 9,4% de las empresas familiares analizadas, éstas sólo representan un 11% del universo de compañías cotizadas.



Distribución sectorial

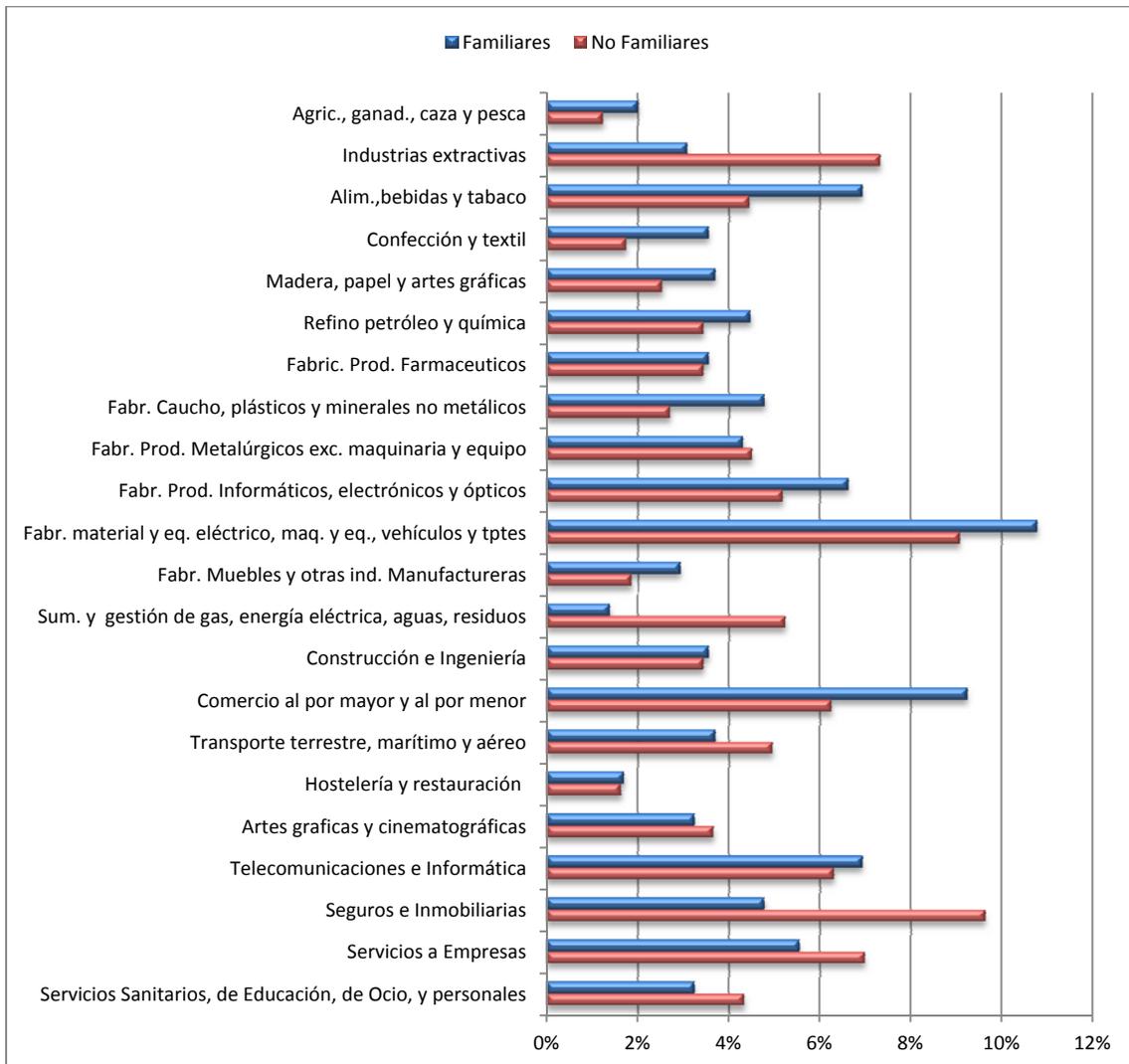
Los estudios existentes señalan el predominio de las empresas familiares en sectores más tradicionales, más intensivos en mano de obra que en capital (Villalonga y Amit, 2008). El Gráfico 7 confirma que éste es también el caso de la empresa familiar cotizada en Europa. La mayoría de las empresas familiares (51%) pertenecen al sector manufacturero, siendo este sector junto al del comercio al por mayor y por menor los únicos casos en los que el porcentaje de empresas familiares supera claramente al de no familiares.

Gráfico 7
Distribución sectorial (NACE Rev. 2)



Dada la elevada concentración de empresas en el sector manufacturero, en el Gráfico 8 se muestra una clasificación más detallada. Esta clasificación permite comprobar la mayor presencia de empresas familiares en sectores más tradicionales tales como alimentación y textil. Igualmente, las empresas familiares tienen una presencia significativamente mayor a las no familiares en casi todos los sectores relacionados con la fabricación de productos (material eléctrico, muebles, productos informáticos etc.). Como era de esperar, las empresas familiares están infrarrepresentadas en sectores tales como empresas de seguros o utilities.

Gráfico 8
Distribución sectorial (desagregado)



Antigüedad

La comparación con las empresas no familiares confirma la mayor longevidad de las empresas familiares. La antigüedad media de la empresa familiar es de 60 años mientras que la de la no



familiar se sitúa en 43 años (siendo además estas diferencias significativas estadísticamente). Adicionalmente tal y como muestra el Gráfico 9, la proporción de empresas no familiares es superior a la de familiares sólo en el caso de las empresas más jóvenes.

De las 15 empresas más antiguas de la muestra completa 13 son familiares y 2 no familiares. Hay 3 empresas familiares cuyos orígenes datan del siglo XVII, y 12 empresas fundadas en el siglo XVIII, de las cuales 10 han sido catalogadas como familiares.

La más antigua es la noruega Orkla ASA, fundada en 1654 que inició sus actividades como una empresa minera en los yacimientos Løkken Verk en Sør-Trøndelag. Actualmente está muy diversificada en sectores como productos de consumo, aluminio o inversiones financieras.

Tabla 6
Empresas europeas cotizadas más longevas

Empresa	País	Año fundación	Clasificada
ORKLA ASA	Noruega	1654	Familiar
CHAM PAPER GROUP HOLDING AG	Suiza	1657	Familiar
BELJE d.d. Darda	Croacia	1697	Familiar
REMY COINTREAU SA	Francia	1724	Familiar
VILLEROY & BOCH AG	Alemania	1748	Familiar
OAO VYKSUNSKII METALLURGICHESKII ZAVOD	Rusia	1757	Familiar
MAN SE	Alemania	1758	Familiar
BERENTZEN-GRUPPE AG	Alemania	1758	No familiar
LANSON-BCC	Francia	1760	Familiar
MENNICA POLSKA S.A.	Polonia	1766	Familiar
ROYAL TEN CATE NV	Países Bajos	1766	No familiar
NEW WORLD RESOURCES PLC	Reino Unido	1782	Familiar
FLUGGER A/S	Dinamarca	1783	Familiar
BAUER AKTIENGESELLSCHAFT	Alemania	1790	Familiar
JERONIMO MARTINS SGPS SA	Portugal	1792	Familiar

6. CREACIÓN DE VALOR EN LA EMPRESA FAMILIAR FRENTE A LA NO FAMILIAR (2001-2010)

La radiografía de las empresas europeas cotizadas realizada a través del análisis de sección cruzada de los datos del año 2010, ha permitido comparar el perfil de las empresas familiares con el de las no familiares, mostrando las diferencias más significativas. En esta sección se realiza un estudio longitudinal de las empresas de la muestra, que permitirá examinar las diferencias a lo largo del tiempo, en el comportamiento de las mismas y en la percepción que los mercados muestran respecto a su valor, examinando además si las pautas encontradas se perciben por igual en los momentos de crecimiento o desaceleración económica. Para tal fin, seleccionamos la última década, 2001-2010⁶, que por un lado nos permite disponer de un panel de empresas razonable y por otro lado nos proporciona un horizonte temporal en el que podemos analizar las diferentes fases del ciclo económico⁷. Como se ha mencionado en el apartado 4 del informe, la muestra de empresas que componen este panel está compuesta por **408 empresas familiares y 977 empresas no familiares.**

Siguiendo la lógica propuesta a lo largo del informe BANCA MARCH-IE , en el primer apartado se analiza la creación de valor desde una perspectiva más económico-financiera mientras que en el segundo se tratan otros aspectos relacionados con la creación de valor que van más allá del análisis de rentabilidades o ratios de valoración y que afecta a un grupo más amplio de stakeholders.

⁶ No se incluye año 2011 al no estar publicados a la fecha de elaboración de este informe los estados financieros auditados de una gran parte de las empresas cotizadas.

⁷ Según los datos de EUROSTAT de crecimiento del PIB y considerando aquellos periodos de crecimiento del PIB real superior al 2% como periodos de expansión y aquellos en los que este crecimiento se sitúa por debajo del 2% como periodos de contracción económica, nuestro periodo de análisis comprende tres fases diferenciadas del ciclo económico: En primer lugar, los años 2002 y 2003 que muestran una contracción económica tras un periodo de expansión que había durado 5 años y que en el 2001 se mostraba ya muy moderado. Posteriormente entre los años 2004 y 2007 la economía europea experimenta una fase de crecimiento económico, que finaliza bruscamente en el año 2008 en el que prácticamente todas las economías europeas entran en recesión y que se expande hasta la actualidad.

6.1. Creación de valor económico

- **¿Generan las empresas familiares más valor para el accionista que las no familiares?**
 - **¿Cuál ha sido la rentabilidad económica de las empresas familiares durante la última década 2001-2010?**
 - **¿Cómo valora el mercado a las empresas familiares en comparación con las no familiares?**
 - **¿Han generado las empresas familiares una rentabilidad bursátil mayor que las no familiares durante este periodo?**
 - **¿Cuál ha sido el valor económico (EVA) creado por las empresas familiares durante el periodo 2001-2010?**

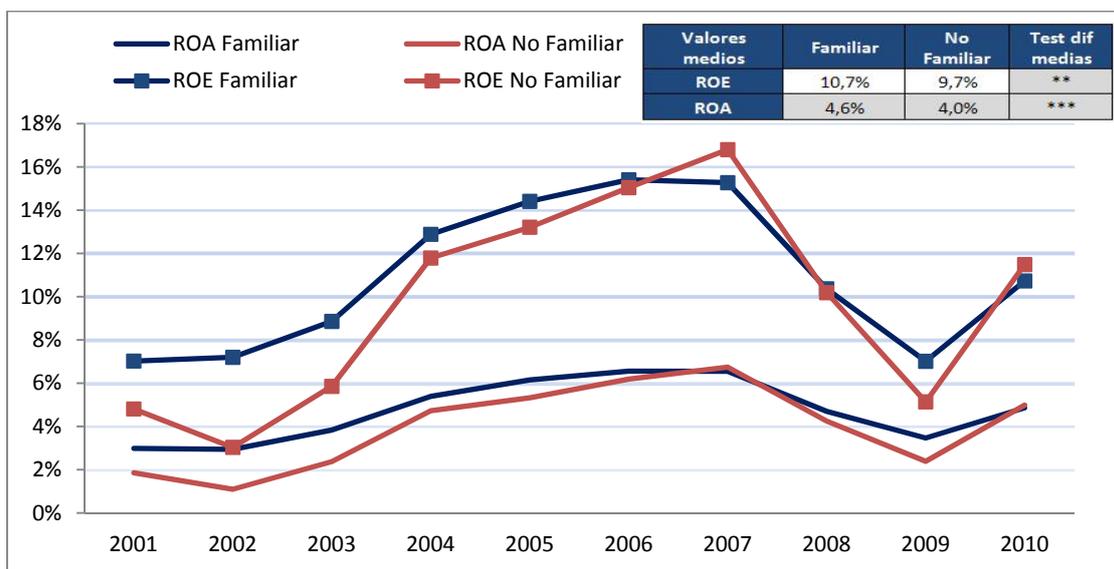
La Rentabilidad Económica de las empresas cotizadas europeas en el periodo 2001-2010

La forma más habitual de medir la rentabilidad económica de una empresa es a través del ROA, que indica la capacidad que ésta posee de generar beneficios con los activos de los que dispone (beneficio neto sobre activos totales). Los datos mostrados en el Gráfico 10 indican que esta capacidad ha sido superior en las empresas familiares. A su vez, si observamos el ROE, que pone en relación esta capacidad de generar beneficios con los recursos aportados por los accionistas (beneficio neto sobre fondos propios) se observa que el comportamiento de la empresa familiar en la última década superó también al de la no familiar, siendo las diferencias estadísticamente significativas ($p < 0.05$ para el ROE y $p < 0,001$ para el ROA).

Es muy revelador que dichas diferencias se mantengan a lo largo de un periodo de 10 años, y en el que las empresas han pasado tanto por momentos álgidos del ciclo económico como por contracciones importantes. Al analizar el comportamiento del ROA vemos cómo, independientemente de que la economía se haya situado en una fase expansiva (años 2004-2007) o contractiva (años 2002-2003 y 2008-2010) el ROA de las empresas familiares ha estado persistentemente por encima del de las no familiares con excepción de los años 2007 y 2010 donde alcanzan valores similares. Estas diferencias son estadísticamente significativas para la mayoría de los años del periodo. La pauta mostrada por el ROE, es equivalente a la del ROA como

puede observarse en el Gráfico 10. Lógicamente ambos ratios han presentado valores superiores en la fase de expansión económica para los dos grupos de empresas.

Gráfico 10
Evolución de los Ratios de Rentabilidad 2001-2010



(**) Test de diferencia de medias significativo al 5%

(***) Test de diferencia de medias significativo al 1%

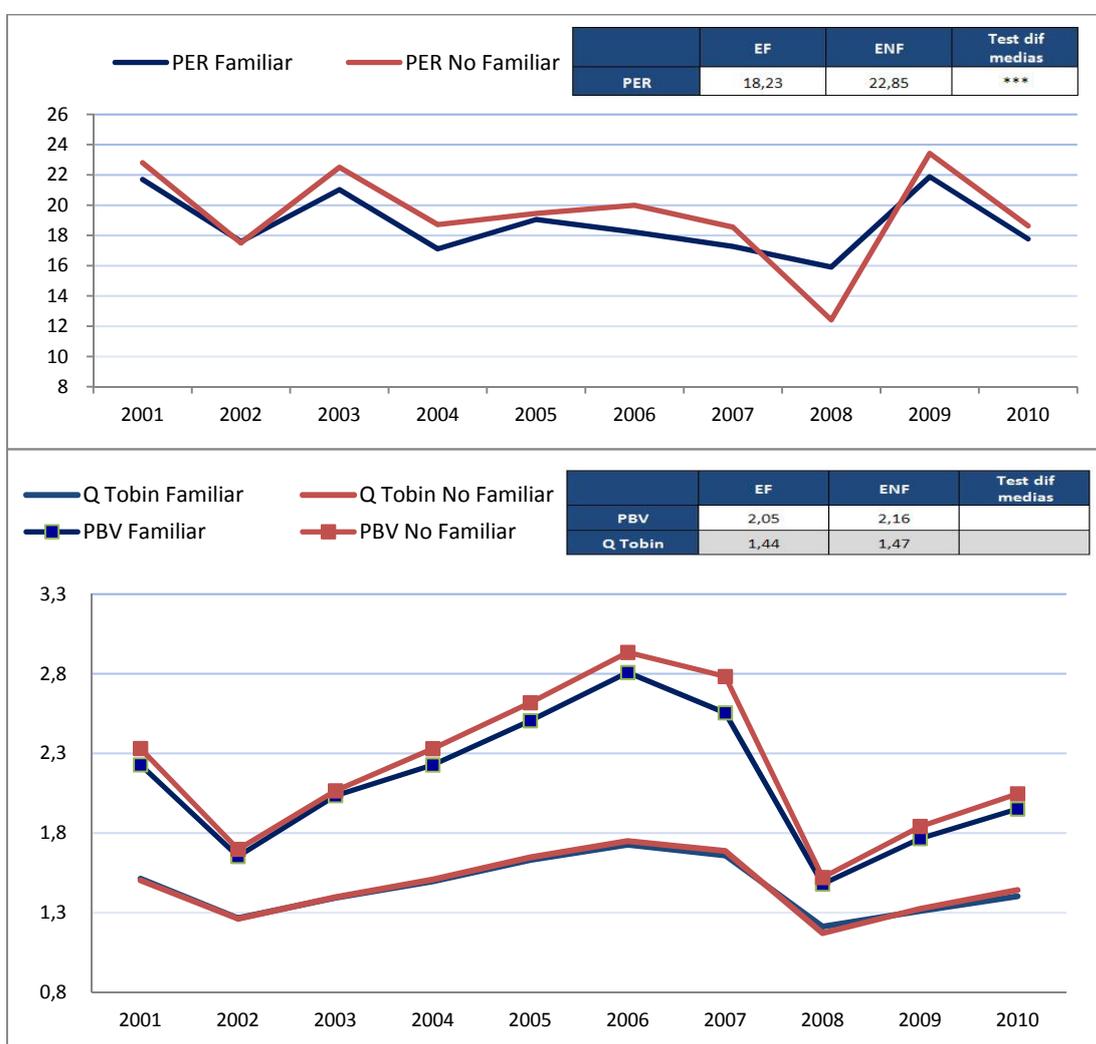
Valoración dada por el mercado a las empresas familiares frente a las no familiares en la década 2001-2010

Resulta curioso que habiendo obtenido la empresa familiar una mayor rentabilidad económica a lo largo de la década, ello no se vea reflejado en su valoración bursátil al cerrar el ejercicio 2010, presentando un descuento en la cotización frente a la de la empresa no familiar, tanto en términos de PER (capitalización bursátil sobre beneficio neto), como de PBV (capitalización bursátil sobre valor contable de los fondos propios) o Q de Tobin (valor de mercado de la empresa sobre valor contable) (Gráfico 11). Al analizar el patrón de comportamiento de estos ratios de valoración a lo largo del horizonte temporal referenciado, se observa que salvo en los años 2002 y 2008 este descuento en la cotización de las empresas familiares ha sido recurrente especialmente en términos de PER. La evolución temporal del PBV y la Q de Tobin para ambos grupos de empresas muestra menores diferencias.

Por tanto, los datos indican que las empresas familiares han cotizado durante toda la década con descuento, aunque la diferencia sólo es estadísticamente significativa en el caso del PER ($p < 0.001$).

Podría ser que las empresas familiares tuviesen un mayor riesgo lo que justificaría un descuento en su cotización. Dicha cuestión es abordada en un análisis posterior en este informe y los resultados obtenidos no respaldan esta hipótesis, por lo que la contradicción permanece.

Gráfico 11
Evolución de los Ratios de Valoración 2001-2010



(***) Test de diferencia de medias relativo al PER significativo al 1%.
El resto de los test de medias no son significativos

Se observa también que la valoración dada por el mercado para el conjunto de las empresas cotizadas aumenta en los periodos de bonanza económica, y se reduce durante las contracciones, lo que resulta intuitivo al observar el comportamiento de los mercados bursátiles en la realidad.

La evolución temporal del PER sugiere que la infravaloración asignada a las empresas familiares se incrementa si cabe en las fases alcistas del ciclo económico.

Los análisis realizados hasta ahora han replicado las medidas más utilizadas en estudios anteriores sobre empresa familiar y rentabilidad, utilizando por un lado medidas contables (ROA y ROE) y por otro indicadores de valoración de mercado (Q de Tobin, PER y PBV). El presente informe explora dos indicadores adicionales para comparar el comportamiento y rentabilidad de las empresas familiares frente a las no familiares:

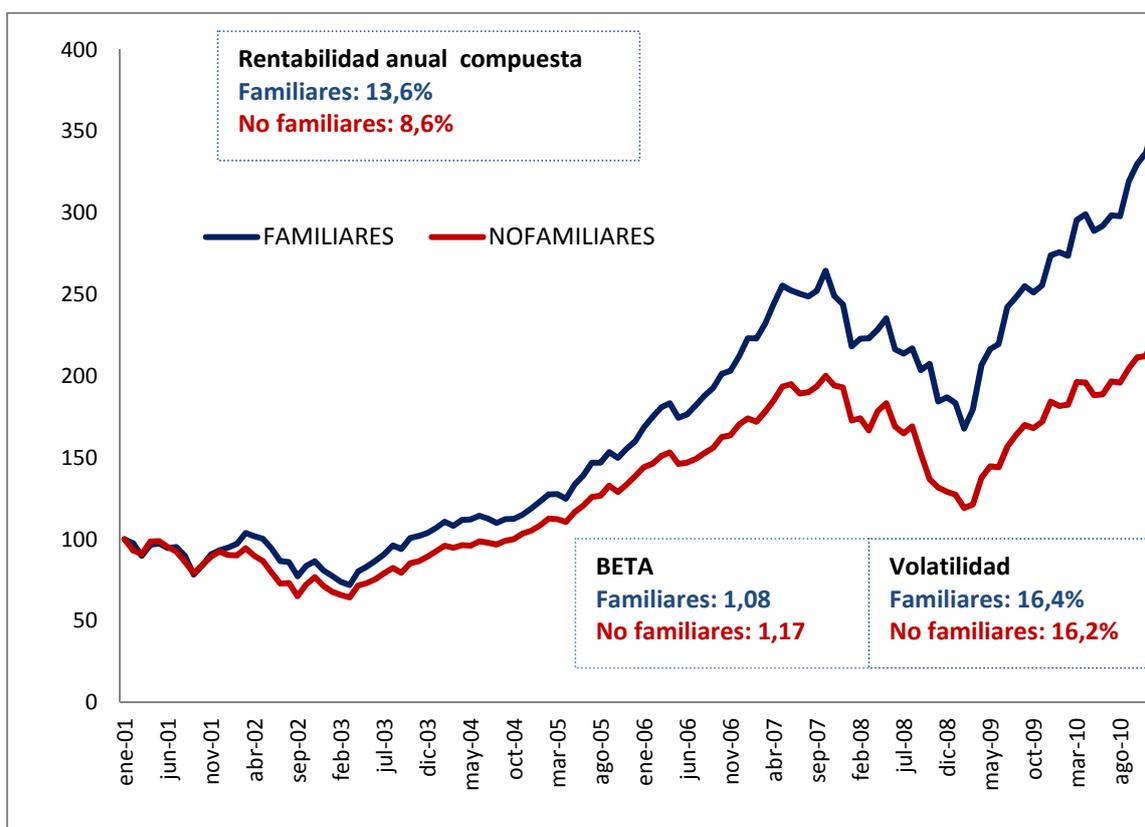
- Un indicador de la rentabilidad bursátil obtenida por ambos grupos de empresas, familiares y no familiares, durante el periodo de referencia 2001-2010. Dichas rentabilidades son las que hubiese conseguido un inversor según hubiese seleccionado invertir en las empresas familiares de la muestra versus las empresas no familiares, manteniendo dicha inversión a lo largo de los 10 años. Para ello, se han construido dos carteras, ponderadas ambas por capitalización bursátil, tomando por un lado las empresas familiares y por otro las no familiares y a partir de las rentabilidades obtenidas por dichas carteras se han elaborado los índices respectivos.
- Un indicador directo de la creación de valor económico en ambos grupos de empresas: el EVA (Economic Value Added). Este indicador muestra el exceso de rentabilidad que obtienen las empresas (a través de su beneficio operativo) sobre el coste del capital empleado en financiar el negocio (tanto del requerido por el accionista como del exigido por la deuda).

Rentabilidad de la inversión en la empresa familiar frente a la no familiar: Índice de Rentabilidad Bursátil 2001-2010

Para construir el indicador de rentabilidad bursátil para ambos grupos de empresas, familiares y no familiares, se forman dos carteras para sendos grupos de empresas ponderadas por capitalización bursátil y se calculan las rentabilidades mensuales obtenidas para cada una de estas carteras desde 2001 hasta 2010, tomando para ello los precios mensuales de las acciones ajustados por dividendos, splits, y ampliaciones y devoluciones de capital.

Por tanto, la rentabilidad mensual así estimada es la rentabilidad total dada no sólo por las ganancias de capital sino también por el reparto de dividendos y otras remuneraciones al accionista. Tomando un valor de 100 al inicio del año 2001, se calcula la evolución del índice a lo largo del periodo para ambas carteras a partir de la rentabilidad mensual de las mismas. El Gráfico 12 muestra cómo el índice de empresas familiares bate claramente al de no familiares.

Gráfico 12
Índice ponderado por capitalización bursátil (2001-2010)



Siendo la rentabilidad media anual compuesta de la inversión en la cartera de empresas familiares del 13,6% frente al 8,6% generado por la cartera de empresas no familiares para el periodo analizado 2001-2010, sorprende, como se muestra en el Gráfico 12, que los niveles de riesgo asociados a la empresa familiar sean similares a los de la empresa no familiar, por lo que no es el riesgo el factor que explicaría este diferencial en la rentabilidad obtenida.

La volatilidad, aunque ligeramente superior, no es suficiente para explicar la diferencia tan significativa que hay en rentabilidad. De hecho, la rentabilidad por unidad de volatilidad soportada generada por la cartera de empresas familiares a lo largo de los 10 años es muy superior a la generada por la cartera de empresas no familiares, siendo además la diferencia estadísticamente significativa (0,83 para las familiares frente a 0,53 para las no familiares, $p < 0,001$).

Tampoco la explicación de ese diferencial en rentabilidad descansa en la Beta, que mide únicamente el riesgo sistemático de las compañías (también llamado riesgo de mercado) sin incluir el riesgo asistemático o específico de las mismas (a diferencia de la volatilidad que incluye ambos), al considerar que el riesgo específico de la empresa puede ser diversificado al formar una cartera con un número suficiente de empresas y por tanto no requiere ser remunerado⁸. Sorprendentemente, la beta obtenida para la cartera de empresas familiares (1,08) es inferior a la obtenida para las empresas no familiares (1,17), siendo dicha diferencia estadísticamente significativa ($p < 0,001$)⁹.

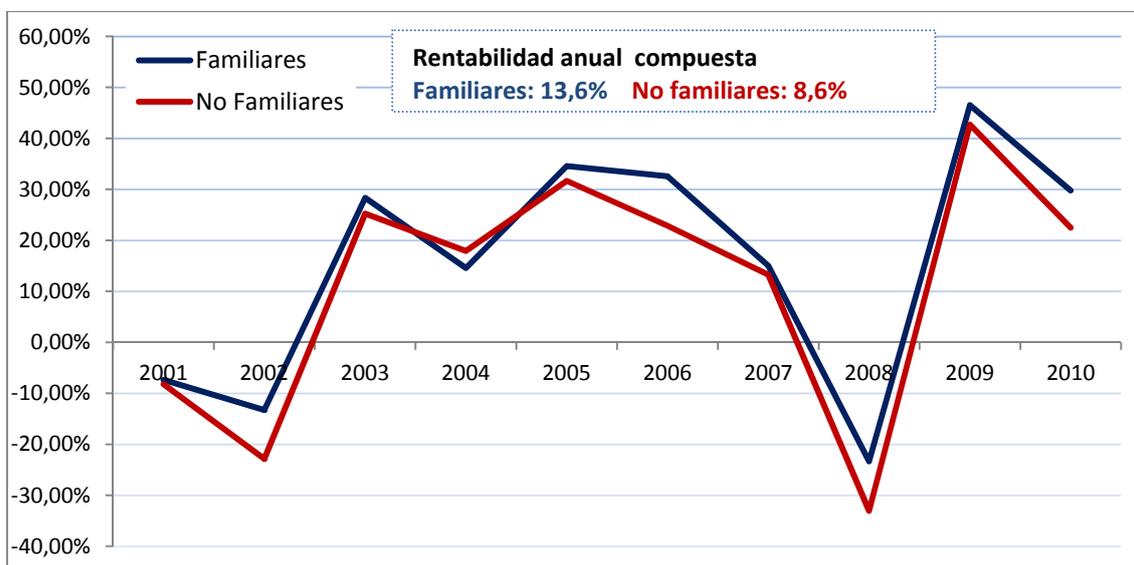
El análisis de la evolución de esta Rentabilidad anual a lo largo del periodo (Gráfico 13) señala además que, a excepción del año 2004, la rentabilidad bursátil obtenida por las empresas familiares ha sido siempre superior a la obtenida por las empresas no familiares.

⁸ Para estimar la Beta de las carteras, se ha estimado la Beta de cada una de las empresas que las conforman, usando los datos del periodo para las rentabilidades de las empresas del panel, los datos de rentabilidad mensual del bono alemán a 10 años como activo libre de riesgo durante el periodo, y los datos de la cartera de mercado que se ha construido a partir de todas las empresas que están cotizadas entre el 2001 y el 2010 en los mercados europeos.

⁹ Adicionalmente se ha calculado la beta de todas las empresas del panel usando como referencia el Eurostoxx 50 y los resultados no varían: la Beta de la empresa familiar es inferior a la de la no familiar.

Gráfico 13

Rentabilidad anual de las empresas cotizadas europeas 2001-2010



La tabla 7 muestra una comparativa de la rentabilidad y la volatilidad media anual de las empresas familiares de las principales economías europeas frente a sus respectivos índices nacionales de referencia. Como se puede apreciar, las empresas familiares tienen una mayor rentabilidad media, con una volatilidad muy similar o incluso inferior a la del mercado.

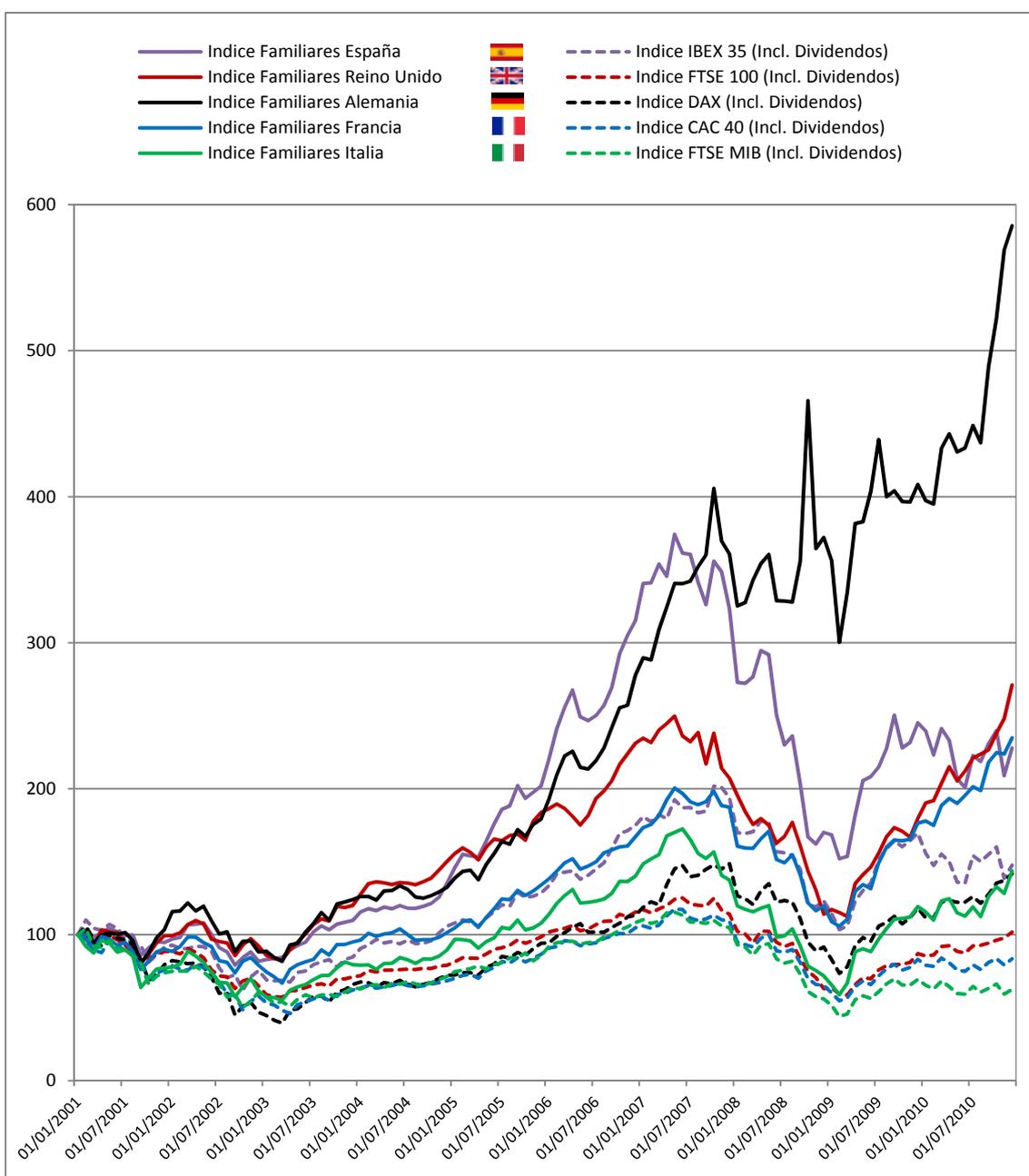
Tabla 7

Rentabilidad y riesgo Familiares vs índices locales

	Rentabilidad media anual (2001-2010)	Volatilidad media anual (2001-2010)
Familiars España	8,66%	0,218
IBEX 35 con dividendos	4,01%	0,203
Familiars Reino Unido	10,58%	0,188
FTSE 100 con dividendos	0,18%	0,155
Familiars Alemania	19,51%	0,234
DAX con dividendos	3,58%	0,239
Familiars Francia	8,99%	0,189
CAC 40 con dividendos	-1,80%	0,194
Familiars Italia	3,72%	0,254
FTSE MIB con dividendos	-4,61%	0,213

Al igual que se hizo anteriormente, se ha construido un indicador de rentabilidad bursátil para las empresas familiares de cada uno de estos países y se ha enfrentado con otro indicador construido a partir de las rentabilidades de su índice bursátil local, también ajustado por dividendos (Gráfico 14). Tal y como se puede apreciar el rendimiento bursátil de las carteras de empresas familiares es notablemente superior al generado por los índices locales a lo largo de todos los años de la década analizada.

Gráfico 14
Índice de Rentabilidad de las empresas familiares cotizadas europeas por países (2001-2010)
frente a los índices locales



Indicador de la creación de valor económico: EVA (Economic Value Added)

Para que una empresa cree riqueza o genere valor económico, no es suficiente con que obtenga beneficios, sino que debe conseguir una rentabilidad superior a su coste de capital. Dicha generación de valor se calcula mediante el EVA, indicador que sustrae del beneficio operativo de la empresa el coste financiero del capital que se emplea en la financiación del negocio. Para abordar este análisis se ha calculado el dato correspondiente al EVA (Economic Value Added) para todos los años del periodo 2001-2010. Este indicador captura si realmente las empresas familiares han creado más valor económico que las no familiares durante la última década.¹⁰

Como paso previo a la estimación del EVA es necesario obtener el Coste Medio Ponderado del Capital para las empresas del panel, para cada uno de los años. Para ello analizamos a continuación cuál ha sido la estructura de financiación de las empresas (Deuda y Fondos Propios) y cuál ha sido el coste de ambas financiaciones.

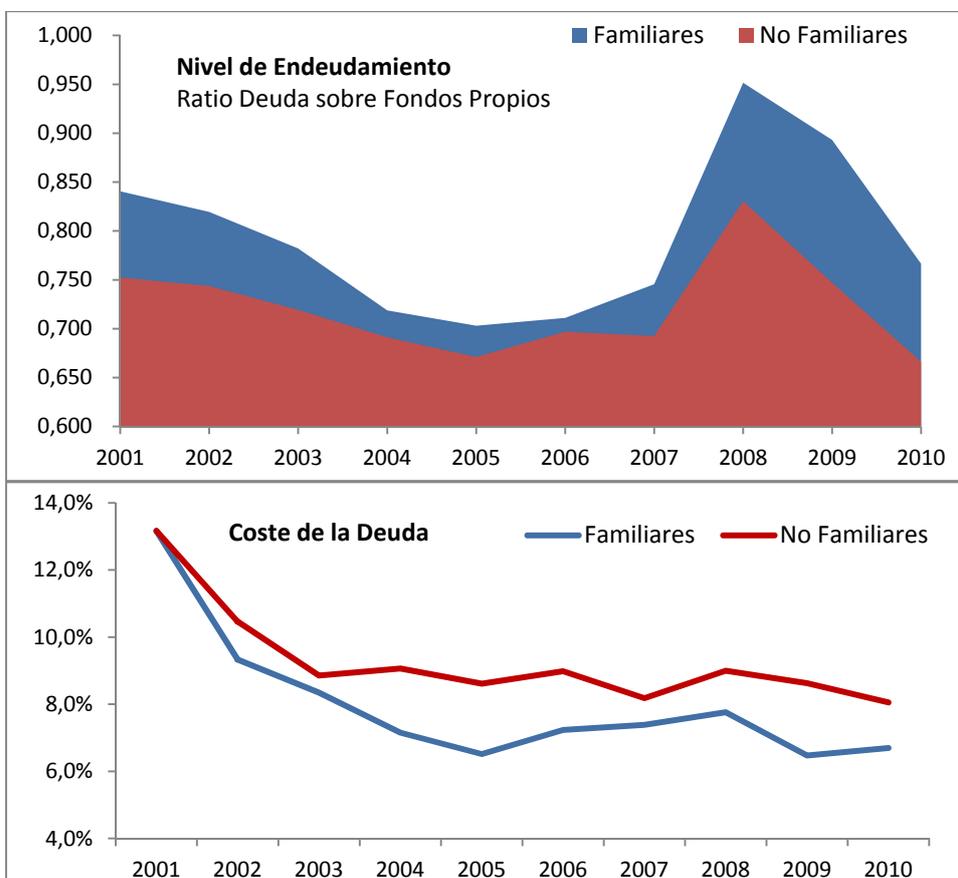
¿Cómo se han financiado las empresas cotizadas europeas en la última década?

Los resultados que aporta el estudio BANCA MARCH-IE sobre el coste de la deuda de las empresas familiares están en línea con otros estudios realizados en EEUU (Anderson y Reeb, 2003) y en Europa (Sraer y Thesmar, 2007) que señalan la ventaja de la empresa familiar en este aspecto. Al tratarse de accionistas con una visión a largo plazo, se asume que su riesgo de default es menor, lo que reduce la prima de riesgo. Esto explicaría el menor coste de deuda en el caso de las empresas familiares, 7,6% frente a 8% en media durante el periodo¹¹. Y este coste inferior de la deuda es si cabe más reseñable por tener las empresas familiares un nivel de endeudamiento (ratio Deuda sobre Fondos Propios) superior a las no familiares (Gráfico 15).

¹⁰ El beneficio operativo de las empresas aparece reportado en Bloomberg. Sin embargo para sustraer a este beneficio operativo el coste del capital empleado en la financiación del negocio es necesario calcular el coste del capital aportado por el accionista y el coste de la deuda. El coste de la deuda para el panel de empresas del que disponemos se ha estimado a través de la cifra de gastos financieros reportada por las empresas. El coste de capital para el accionista se ha estimado aplicando el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model) en el que dicho coste se estima a través de la rentabilidad libre de riesgo (para la que se ha tomado la de los bonos alemanes a 10 años) la beta de las empresas (que hemos estimado para cada una de las empresas del panel) y la prima de mercado sobre el activo libre de riesgo que se ha estimado en 500 puntos básicos (alternativamente se ha tomado una prima de mercado de 400 puntos básicos y los resultados permanecen estables).

¹¹ Aunque la diferencia no es significativa en términos estadísticos para la media del periodo, si lo es cuando se analiza en ambos grupos de empresas el coste de la deuda año a año, para todos los años con la excepción del 2001 al 2003).

Gráfico 15
Nivel de endeudamiento y coste de la Deuda



La Tabla 8 muestra también que a pesar de la diferencias encontradas en el peso de la Deuda sobre los Fondos Propios, el ratio de Deuda / Activo Total es similar para ambos tipos de empresas, lo que sugiere que existe un mayor peso de la financiación no bancaria en el caso de las empresas no familiares.

Tabla 8
Estructura Financiera y Coste de la Deuda. Valores medios (2001-2010)

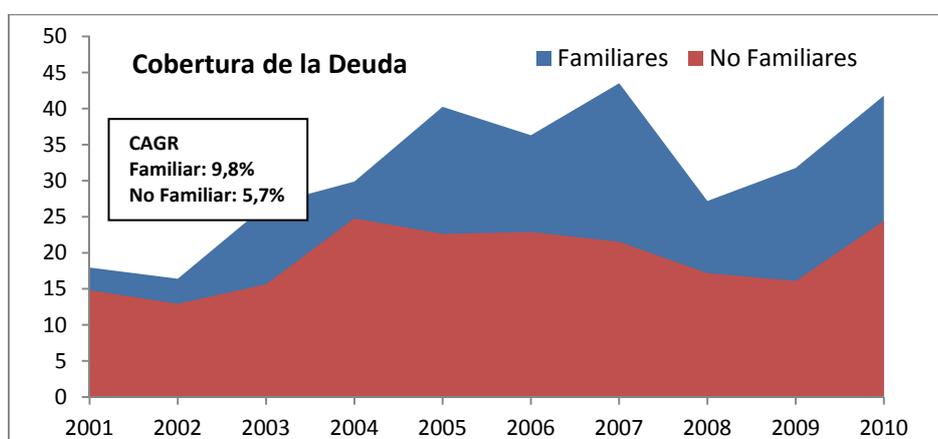
	Familiar	No Familiar	Test dif medias
Deuda / AT	23,4%	22,9%	
Deuda / Fondos Propios	78,3%	70,3%	**
Coste Deuda	7,6%	8,0%	
Cobertura Deuda	18,67	12,96	***

(**) Test de diferencia de medias significativo al 5%.

(***) Test de diferencia de medias significativo al 1%.

Por tanto, si la empresa familiar tiene más deuda y el coste de la misma es inferior al que soporta la empresa no familiar, se podría afirmar que las empresas familiares son capaces de financiarse de forma más barata. La razón de este menor coste podría descansar en la mayor cobertura de los gastos por intereses que presentan las empresas familiares frente a las no familiares, tal y como muestra el Gráfico 16, lo que implícitamente supone un menor riesgo de impago para las entidades financieras.

Gráfico 16
Evolución de la cobertura de los gastos de la deuda

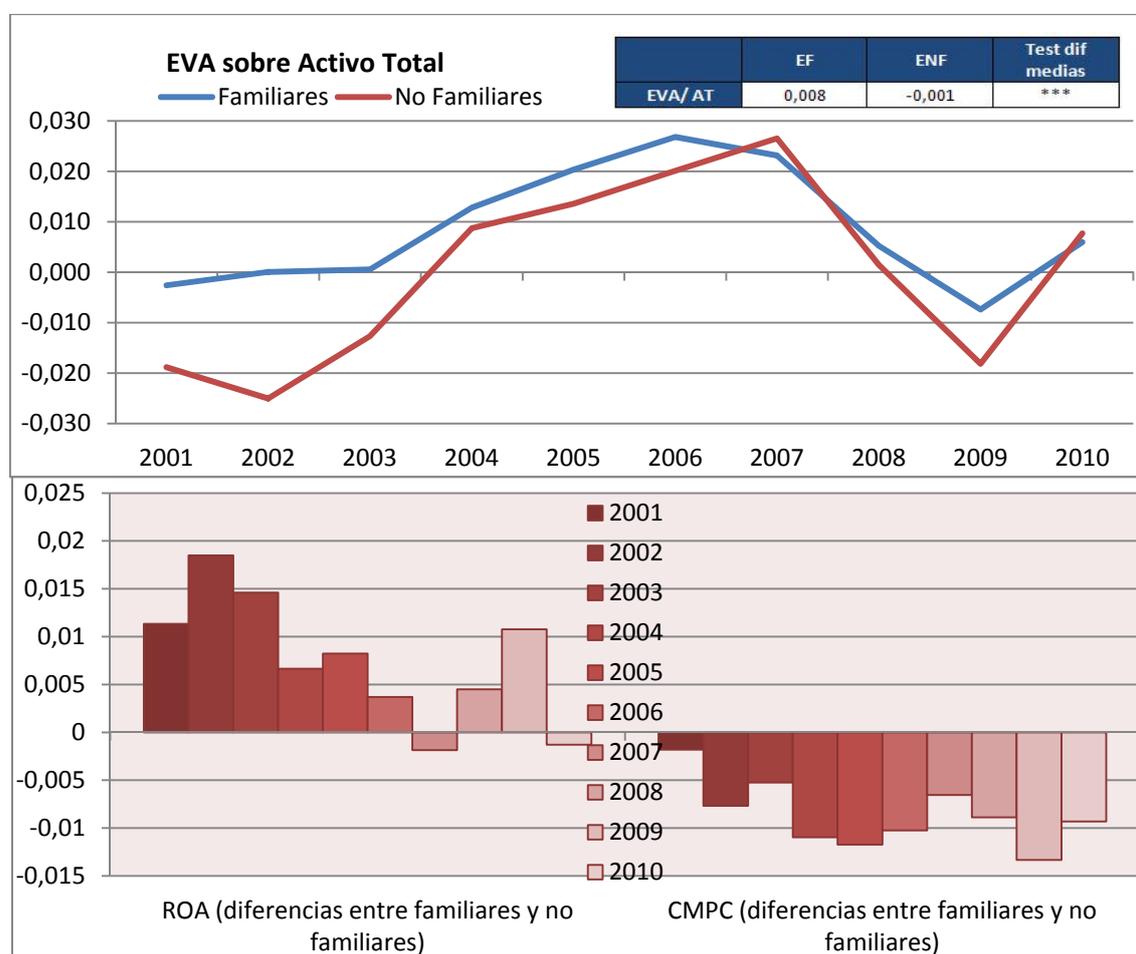


Dadas estas pautas de endeudamiento a lo largo de la década anterior en las empresas cotizadas europeas (mayor nivel de deuda de la empresa familiar con un menor coste de financiación) y sabiendo que la beta de las empresas familiares es inferior a la de las empresas no familiares, lo que se traduce en un menor coste de los fondos propios, no sorprende que el coste medio ponderado del capital (CMPC) de la empresa familiar sea inferior al de la empresa no familiar tal y como se muestra en la parte inferior derecha del Gráfico 17.

Por tanto, una mayor rentabilidad económica (ROA) junto con un menor coste de financiación (CMPC) debería generar más valor económico en la empresa familiar (una vez que se controla por el total de activos para dimensionar el ratio) como de hecho sucede. El Gráfico 17 muestra en la parte superior la pauta temporal de la generación de valor durante la última década por ambos grupos de empresas, y en la parte inferior las diferencias en el tiempo en la rentabilidad económica generada por ambos grupos de empresas (siempre superior en las familiares) y en el CMPC (siempre inferior en las empresas familiares).

Como era de esperar, en los años de bonanza económica se genera mucho más valor económico. Al analizar la pauta de esta generación de valor por parte de las empresas familiares frente a las no familiares a lo largo del horizonte temporal de los años 2001-2010, se comprueba que, durante los periodos de bonanza económica el valor económico generado por la empresa familiar es superior al generado por la empresa no familiar, mientras que durante las contracciones económicas las empresas familiares destruyen mucho menos valor que las no familiares.

Gráfico 17
Creación de Valor y diferencias en el ROA y el CMPC de la empresa familiar frente a la no familiar



(***) Test de diferencia de medias significativo al 1%.

Adicionalmente a estos análisis, se ha realizado un análisis de regresión lineal cuyos resultados, que confirman los obtenidos en esta sección se presentan en el ANEXO 1.

6.2. Otros indicadores de creación de valor en el periodo 2001-2010

¿Generan las empresas familiares más valor para otros stakeholders?

- ¿Han generado las empresas familiares más puestos de trabajo que las no familiares durante el periodo 2001-2010?
- ¿Existen diferencias entre empresas familiares y no familiares en relación al empleo en función del ciclo económico?
- ¿Son más productivos los empleados en las empresas familiares?
- ¿Es la tasa de inversión en activos fijos superior en las empresas familiares?

6.2.1. Indicadores de empleo

La radiografía de la empresa familiar en el año 2010 (apartado 5) ya sugería la importancia en términos relativos de la empresa familiar en relación a la generación de empleo. Así, si las empresas familiares representaban un 14% de los activos totales de las compañías cotizadas en ese año, un 20% de las ventas y un 19% de la capitalización bursátil, su contribución en términos de empleo se elevaba al 27%. Igualmente el Gráfico 4 (del mismo apartado) mostraba cómo a pesar de su menor tamaño, no existían diferencias en número medio de empleados entre ambos tipos de empresas en 2010.

El análisis longitudinal de los datos para el periodo 2001-2010 confirma esta mayor contribución de la empresa familiar a la generación de empleo en Europa. De hecho, tal y como se muestra en el Gráfico 18, la tasa media de crecimiento acumulada del número medio de empleados (CAGR) para el periodo es muy superior para el caso de la empresa familiar, 3,42% frente a 0,88%. En términos agregados a lo largo del periodo, el crecimiento del empleo en las empresas familiares ha ascendido a un 35,3% frente a tan solo el 8,2% de las empresas no familiares (Gráfico 19).

Gráfico 18

Evolución del número medio de empleados: Empresa familiar frente a No familiar

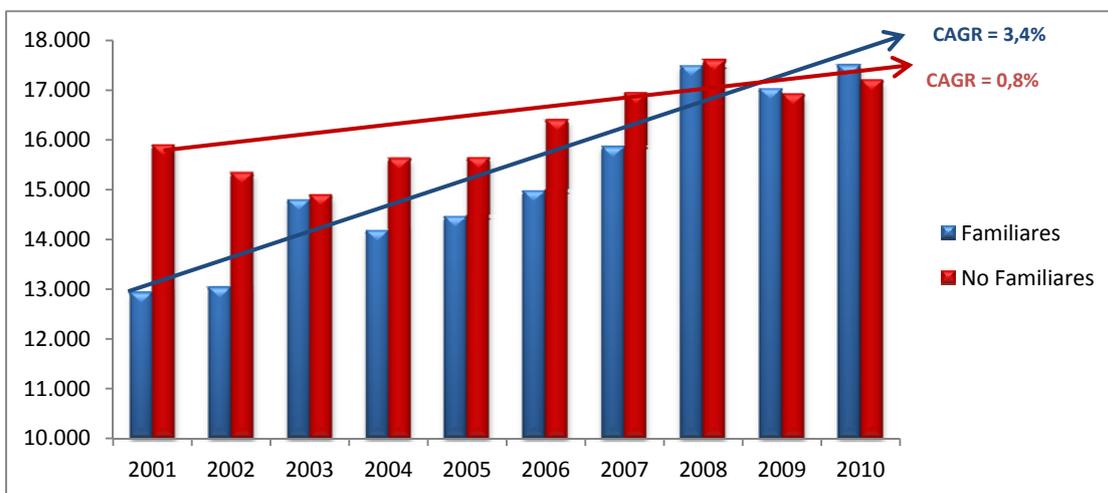
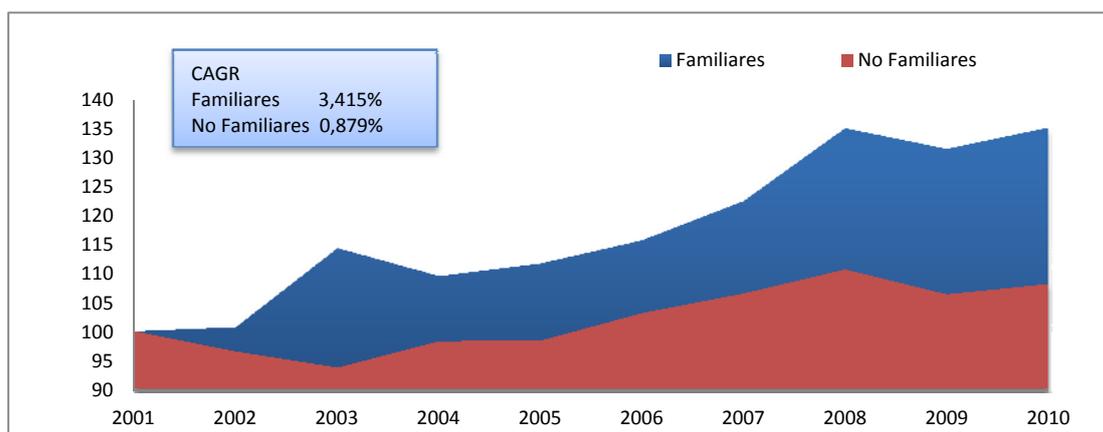


Gráfico 19

Índice de Empleo



Al analizar la pauta seguida por la creación de empleo a lo largo de las diferentes fases del ciclo económico es interesante observar cómo las empresas familiares han creado empleo tanto en los



periodos de contracción económica como de expansión, siendo sorprendente que la creación de empleo ha sido superior en las fases contractivas que en la expansiva (14,4% en el periodo de 2001 a 2003, 7,1% en la fase alcista del 2004 al 2007, y 10,4% en la fase contractiva del 2008 al 2010). Por el contrario

las empresas no familiares sólo han creado empleo en la fase expansiva (13,7% para el periodo 2004-2007) mientras que lo han destruido o lo han mantenido prácticamente estable en las fases contractivas (-6,3% durante el periodo 2003-2001 y 1,5% para los años 2008-2010). Este comportamiento anticíclico de la empresa familiar que garantiza la estabilidad de los puestos de trabajo en mayor medida en las fases recesivas, podría explicar sus menores costes salariales a lo largo de todo el periodo (Gráfico 20), ya que los trabajadores estarían dispuestos a asumir una retribución inferior a cambio de esta mayor seguridad en el empleo.

Igualmente es interesante analizar los datos referidos a la productividad laboral para el periodo analizado. Dicha productividad mide el beneficio operativo neto de la empresa, sin considerar gastos laborales, obtenido por empleado. Tal y como muestra la Tabla 9, la productividad laboral de las empresas familiares media durante el periodo no solo es superior a la de las empresas no familiares, sino que su tasa de crecimiento a lo largo de estos diez años 2001-2010 ha sido impresionante, situándose muy por encima de la tasa de crecimiento para las empresas no familiares (un 54% de crecimiento acumulado medio por año frente al 13% en las no familiares). Destaca el hecho de que en el último periodo contractivo 2008-2010 las empresas familiares hayan aumentado la productividad laboral de forma sustancial, muy por encima del aumento conseguido en la misma por las empresas no familiares (44% frente al 11%). De nuevo, esta mayor productividad en el caso de las empresas familiares (y crecimiento superior de la misma durante el periodo analizado) sugieren una mayor motivación y compromiso de los empleados en el caso de estas empresas.

Tabla 9
Productividad laboral (Valores medios en millones de Euros y Tasa media de crecimiento acumulada)

	Valor medio (2001-2010)	CAGR (2001-2010)
Familiares	1,58	54%
No familiares	0,16	13%

6.2.2. Indicadores de inversión en activo fijo

Del mismo modo que en el caso del empleo, los indicadores relativos a la evolución de la inversión en activos fijos muestran el papel relevante que juegan las empresas familiares en este sentido. A pesar de tratarse de empresas menos intensivas en capital (tal y como muestra la Tabla 10 todos los ratios son significativamente inferiores en términos estadísticos, a los de las empresas no familiares), la tasa de crecimiento acumulada del activo fijo ha sido durante la última década significativamente superior a la de las empresas no familiares (Gráfico 21).

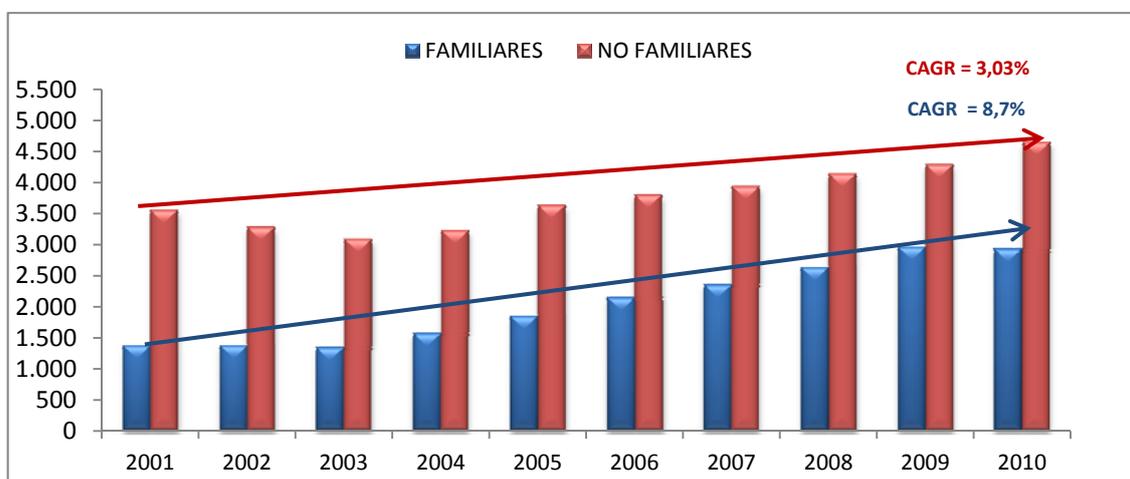
Tabla 10

Indicadores inversión empresa familiar frente a no familiar. Valores medios (2001-2010)

	Familiares	No familiares	Test dif medias
Intensidad Capital	49,3%	55,9%	***
Activo Tangible /AT	28,7%	31,4%	**
Activo Intangible /AT	13,8%	15,2%	*

Gráfico 21

Evolución del activo fijo (Inversión) (2001-2010)



Como era de esperar, la inversión en activo fijo se ralentiza durante las fases de desaceleración económica, mientras en los ciclos expansivos de la economía se acelera de nuevo. Los datos muestran un comportamiento similar en ambos grupos de empresas, si bien el crecimiento de la inversión en activo fijo a lo largo del periodo ha sido superior en las empresas familiares.

7. ¿QUÉ EMPRESAS FAMILIARES CREAN MÁS VALOR?

¿Cuáles son las empresas familiares que generan más valor?

- ¿Cómo impacta la participación de la familia en la gestión de la empresa en la creación de valor?
- ¿Es la presencia del fundador un factor determinante en la creación de valor?
- ¿Qué características tienen en común las empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil?

7.1. Participación de la familia en la gestión de la empresa y su impacto en la creación de valor

Los resultados mostrados hasta ahora señalan que las empresas familiares obtienen una mayor rentabilidad tanto económica como bursátil para el periodo analizado. Esto sugiere la existencia de una ventaja de la propiedad familiar frente a otro tipo de organizaciones en las que este efecto no existe.

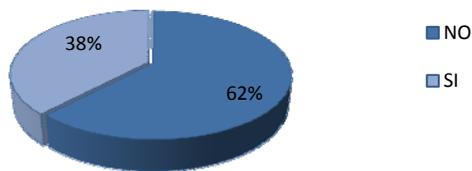
Sin embargo, los estudios realizados señalan que la empresa familiar es un grupo muy heterogéneo y que para comprender mejor esta ventaja es necesario también profundizar en las características que distinguen unas empresas familiares de otras. Siguiendo la literatura sobre empresa familiar y rentabilidad, se ha considerado que las siguientes variables que distinguen entre empresas familiares pueden ser relevantes a la hora de determinar su impacto en la creación de valor:

- **Presencia del fundador:** La investigación existente sobre la relación entre propiedad familiar y rentabilidad señala que en muchas ocasiones, la ventaja de la empresa familiar se debe exclusivamente a la presencia del fundador y que una vez que éste desaparece las empresas familiares no crean, sino que destruyen valor.
- **Participación de la familia en la gestión:** Asimismo, se considera que la influencia de la familia en la dirección y/o en los órganos de gobierno ejerce también un efecto significativo sobre los resultados de la empresa, aunque el signo de este efecto es aún objeto de controversia. El

presente informe mide esta influencia a través de dos variables que tradicionalmente se han considerado indicadores del grado de influencia de la familia en la empresa: si el Presidente del CA es miembro de la familia o no y si el CEO es miembro de la familia.

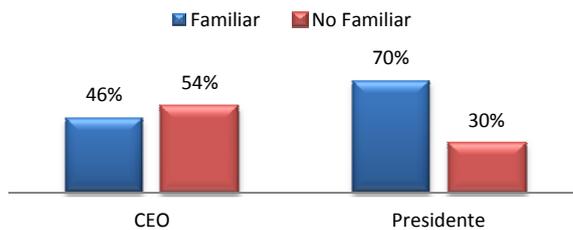
El primer paso es por tanto analizar si existe heterogeneidad en estos aspectos en la muestra analizada.

Gráfico 22
¿Está el fundador presente en la dirección de la empresa?



En primer lugar, los datos señalan que el fundador está presente en el 38% de las empresas de la muestra (Gráfico 22).

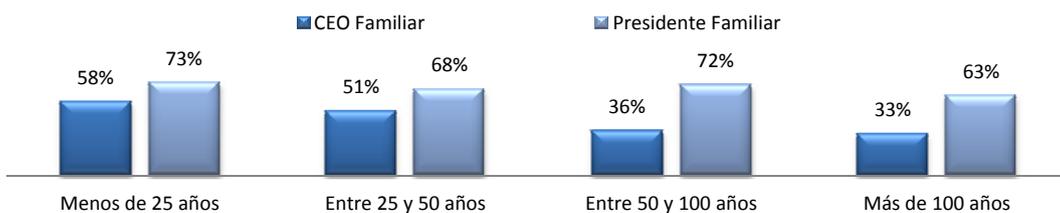
Gráfico 23
Presencia de la familia en la Dirección y/o Gobierno



Por su parte, el Gráfico 23 muestra que la mayoría de las empresas familiares analizadas (un 54% del total) designa a alguien externo a la familia para ocupar el puesto de CEO, pero que es mucho más reacia a hacerlo en el caso de la posición de Chairman o Presidente del Consejo de Administración.

Esta reticencia se mantiene a medida que transcurren las generaciones (Gráfico 24). No ocurre lo mismo en el caso del CEO ya que las empresas familiares son más proclives a contratar un CEO externo a medida que transcurren las generaciones.

Gráfico 24
Presencia de la familia en la Dirección y/o Gobierno en función de la antigüedad



¿Cómo afectan estas diferencias a la creación de valor?

Con el objeto de analizar como la mayor o menor implicación de la familia puede estar afectando en el desempeño de estas empresas, obtenemos los valores de los indicadores de creación de valor que hemos analizado en los apartados anteriores para las empresas familiares clasificadas en base a estas características relativas a la implicación de la familia en la empresa.

Un dato destacable es sin duda el presentado en la tabla 11, referido a las diferencias en rentabilidad bursátil de las empresas familiares en función de si el fundador está o no presente en la misma. Curiosamente, y en contra de la mayoría de la evidencia empírica existente, los resultados muestran que las empresas familiares en las que el fundador no está presente han obtenido una rentabilidad superior durante los años 2001-2010 que aquellas en las que sí que lo estaba. (13,8% frente a 10,9%). De nuevo sin embargo, se da la paradoja de que el mercado valora más a aquellas empresas en las que el fundador está presente (Q de Tobin de 1,47 para las empresas en las que sí está el fundador frente a 1,41 para aquellas en las que no está) aún a pesar de su menor rentabilidad bursátil.

Otro dato interesante es la diferente forma en que la presencia de la familia en los cargos de Presidente (Chairman) y Consejero Delegado (CEO) afecta en términos de rentabilidad y valoración de mercado. Las empresas con un Presidente familiar han obtenido una rentabilidad superior (15,49% frente a 10,37%) y además se da la circunstancia de que el mercado las valora con un descuento (Q Tobin de 1,40 frente a 1,52). Por el contrario, las empresas con un Consejero Delegado ajeno a la familia han obtenido mayor rentabilidad que las empresas con CEO familiar (tabla 11).

Tabla 11

Creación de valor según participación de la familia en la gestión

	FUNDADOR PRESENTE		CHAIRMAN FAMILIAR		CEO FAMILIAR	
	SI	NO	SI	NO	SI	NO
ROA	4,4%	4,5%	4,6%	4,4%	4,5%	4,6%
Q de TOBIN	1,47	1,41	1,40	1,52	1,42	1,44
EVA/AT	0,0071	0,0090	0,0093	0,0062	0,0084	0,0082
RENTABILIDAD	10,9%	13,8%	15,4%	10,3%	11,9%	13,8%

7.2. ¿Qué tienen en común las empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil?

Por último, el informe analiza las 100 empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil para el periodo 2001-2010 (Tabla 12), con el fin de encontrar pautas comunes que distingan a las empresas familiares que crean más valor financiero y determinar en qué medida la creación de valor en este sentido se relaciona con las otras dimensiones de creación de valor analizadas.

Tabla 12
Ranking de empresas familiares con mayor rentabilidad bursátil (2001-2010). Top 100

Ranking	Empresa	Rentabilidad media anual	Volatilidad media anual
1	ALCHEMIA S.A.	48,758%	1,356
2	FUCHS PETROLUB AG	38,533%	0,309
3	FAIVELEY TRANSPORT	37,555%	0,451
4	MULBERRY GROUP PLC	35,302%	0,548
5	PUMA SE	34,613%	0,377
6	KABE HUSVAGNAR-B	33,215%	0,376
7	PINAR SUT MAMULLERI SANAYII A.S.	32,388%	0,653
8	ANGLO-EASTERN PLANTATIONS PLC	31,936%	0,350
9	BIJOU BRIGITTE MODISCHE ACCESSORIES AG	31,633%	0,335
10	KOPEX S.A.	31,598%	0,680
11	ELRINGKLINGER AG	31,086%	0,414
12	COMPUGROUP MEDICAL AG	30,952%	0,506
13	PRIM S.A.	30,916%	0,629
14	G & L BEIJER AB	29,672%	0,301
15	GRINDEKS	28,403%	0,373
16	DURO FELGUERA SA	28,138%	0,329
17	AUDI AG	27,263%	0,411
18	JAMES HALSTEAD PLC	26,829%	0,249
19	OLVI OYJ	26,238%	0,260
20	KUEHNE & NAGEL INTERNATIONAL AG	26,156%	0,286
21	CELEBI HAVA SERVISI A.S.	25,224%	0,701
22	HUGLI HOLDING AG	24,890%	0,244
23	STRATEC BIOMEDICAL AG	24,865%	0,501
24	ARCELORMITTAL S.A.	24,725%	0,596
25	UNITED INTERNET AG	24,591%	0,500
26	CTS EVENTIM AG	24,520%	0,555
27	BOURBON	24,315%	0,297
28	MAISONS FRANCE CONFORT SA	23,718%	0,352
29	VOSSLOH AG	23,260%	0,288
30	DOF ASA	23,121%	0,331
31	BEKAERT SA/NV	22,526%	0,344
32	DRAGERWERK AG & CO. KGAA	22,295%	0,400
33	STRABAG AG	22,282%	0,421
34	GERRY WEBER INTERNATIONAL AG	22,040%	0,312
35	EINHELL GERMANY AG	22,038%	0,418
36	VIRBAC SA	21,811%	0,283
37	OLAV THON EIENDOMSELSKAP ASA	21,678%	0,264
38	FONCIERE DES REGIONS (G.F.R.)	21,614%	0,283
39	JUMBO S.A.	21,504%	0,370
40	H&R AG	21,463%	0,376
41	F.W. THORPE PUBLIC LIMITED COMPANY	21,417%	0,279

Ranking	Empresa	Rentabilidad media anual	Volatilidad media anual
42	SIKA AG	21,339%	0,275
43	ALLGEIER HOLDING AG	21,327%	0,486
44	JERONIMO MARTINS SGPS SA	21,176%	0,296
45	SCHINDLER HO-REG	21,126%	0,246
46	DISKUS WERKE AG	21,000%	0,434
47	AMBU A/S	20,981%	0,315
48	MENNICA POLSKA S.A.	20,829%	0,366
49	LANSON-BCC	20,653%	0,381
50	FARMACOL S.A.	20,364%	0,378
51	GANGER ROLF ASA	19,782%	0,357
52	BAGFAS BANDIRMA GUBRE FABRIKALARI A.S.	19,605%	0,613
53	STO AKTIENGESELLSCHAFT	19,312%	0,385
54	PONSSE OYJ	19,253%	0,335
55	PANOSTAJA OYJ	19,227%	0,446
56	ATRIUM LJUNGBERG AB	18,757%	0,360
57	ROCKWOOL INTL-A	18,742%	0,397
58	HAWESKO HOLDING AG	18,716%	0,279
59	METALL ZUG AG	18,707%	0,234
60	DO & CO RESTAU	18,638%	0,415
61	OBRASCON HUARTE LAIN S.A.	18,247%	0,396
62	DATACOLOR AG	18,094%	0,306
63	BARRY CALLEBAUT AG	17,822%	0,287
64	VIDRALA SA	17,785%	0,239
65	TREVI-FINANZIARIA INDUSTRIALE S.P.A.	17,688%	0,513
66	FIELMANN AG	17,567%	0,216
67	MS INTERNATIONAL PLC	17,556%	0,418
68	KRONES AG	17,298%	0,296
69	ETABLISSEMENTEN FRANZ COLRUYT N.V	16,910%	0,160
70	TOUPARGEL GROUPE	16,709%	0,361
71	FINANCIERE DE L'ODET SA	16,565%	0,273
72	BORUSAN MANNESMANN BS VE TICARET A.S.	16,561%	0,589
73	COLOPLAST A/S	16,509%	0,231
74	GUERBET SA	16,189%	0,257
75	BUCHER INDUSTRIES AG	16,130%	0,349
76	VM MATERIAUX SA	16,013%	0,297
77	PROSEGUR COMPANIA DE SEGURIDAD S.A.	15,994%	0,239
78	ETAM DEVELOPPEMENT SA	15,987%	0,551
79	Personal Group Holdings Plc	15,954%	0,250
80	STAGECOACH GROUP PLC	15,920%	0,478
81	EIS ECZACIBASI ILAC SANAYI VE TICARET A.S.	15,915%	0,609
82	PALFINGER AG	15,834%	0,401
83	FLUGGER A/S	15,576%	0,298
84	ERG S.P.A.	15,482%	0,318
85	NCC AB	15,239%	0,370
86	TELECOM PLUS PLC	15,209%	0,388
87	KAESSBOHRER GELAENDEFahrZEUG AG	14,973%	0,221
88	BOLLORE	14,968%	0,257
89	GROUPE NORBERT DENTRESSANGLE SA	14,738%	0,361
90	HARBOES BRYGGERI A/S	14,683%	0,293
91	A.S.CREATION TAPETEN AG	14,465%	0,315
92	BELIMO HOLDING AG	14,263%	0,292
93	LEMMINKAINEN OYJ	14,157%	0,327
94	CIA ESPAÑOLA VIVIENDAS EN ALQUILER SA	14,056%	0,155
95	WALTER MEIER AG	14,022%	0,346
96	CEMBRE S.P.A.	13,972%	0,252
97	COLAS SA	13,802%	0,235
98	PLASTIC OMNIUM SA	13,738%	0,440
99	SOMFY SA	13,712%	0,229
100	MAN SE	13,586%	0,409

¿Han creado las empresas Top 100 por rentabilidad bursátil también más valor usando otros indicadores?

El ROA medio de la empresa familiar en el segmento de las top 100 más rentables para el inversor supera en 220 puntos básicos el ROA medio de la empresa familiar. Además el 69% de las empresas del top 100 presentan un ROA superior al 4,6% obtenido para la muestra completa de familiares. Por tanto, las empresas que presentan una mayor rentabilidad bursátil también tienen una mayor rentabilidad sobre activos. En relación a los ratios de valoración, los datos relativos a la Q de Tobin muestran que en este caso, las empresas del Top 100 sí cotizan con una prima con respecto al resto de familiares.

Tabla 13

Comparativa de ROA en el periodo 2001-2010 entre Top 100 y Familiares

	Top 100 familiares	Empresa familiar
ROA	6,8%	4,6%
Q Tobin	1,569	1,436

Al analizar la creación de valor en otras dimensiones tales como la creación de empleo o la inversión en activos fijos, los resultados mostrados en el Gráfico 25 señalan que las empresas Top 100 por rentabilidad también destacan en estos aspectos. Por lo tanto, las empresas que forman el Top 100 en cuanto a rentabilidad bursátil también presentan valores superiores a la media del resto de empresas familiares en todos los demás indicadores de creación de valor.



¿Qué distingue a las empresas Top 100 ?

El análisis de la distribución geográfica de estas empresas Top 100 señala la existencia de un cierto “sesgo país”. En concreto, un 24% de estas empresas con mejor rentabilidad bursátil se sitúan en Alemania, país que agrupaba sólo a un 15,1% de las empresas familiares de la muestra. Lo contrario ocurre en el caso de Italia que pasa de un 9,4% de empresas familiares en la muestra completa a un 3% en el Top 100 (Tabla 14).

Tabla 14

Comparativa del porcentaje de empresas familiares frente a Top 100 por países

País	Empresa familiar	Top 100 familiares	
Francia	21,00%	16,00%	↓
Alemania	15,10%	24,00%	↑
Reino Unido	9,40%	8,00%	↓
Italia	9,40%	3,00%	↓
Suiza	7,10%	10,00%	↑
España	4,90%	6,00%	↑
Turquía	4,60%	5,00%	↑
Polonia	3,90%	4,00%	↑
Suecia	3,20%	4,00%	↑
Finlandia	2,60%	4,00%	↑
Grecia	2,50%	1,00%	↓
Noruega	2,30%	3,00%	↑
Rusia	2,20%	0,00%	↓
Bélgica	2,20%	2,00%	↓
Dinamarca	2,00%	5,00%	↑
Portugal	1,70%	1,00%	↓
Holanda	1,50%	0,00%	↓
Austria	1,50%	2,00%	↑

La distribución sectorial de estas empresas también arroja interesantes diferencias (Gráfico 26). Las empresas más rentables se concentran principalmente en los sectores de refino de petróleo e industrias químicas, fabricación de material y equipo eléctrico, maquinaria y vehículos, transporte, construcción e ingeniería. Es decir, se trata de las industrias más cíclicas dentro de los sectores tradicionales en los que esta habitualmente representada la empresa familiar.

Gráfico 26

Distribución sectorial: Familiares frente a Top 100 familiares

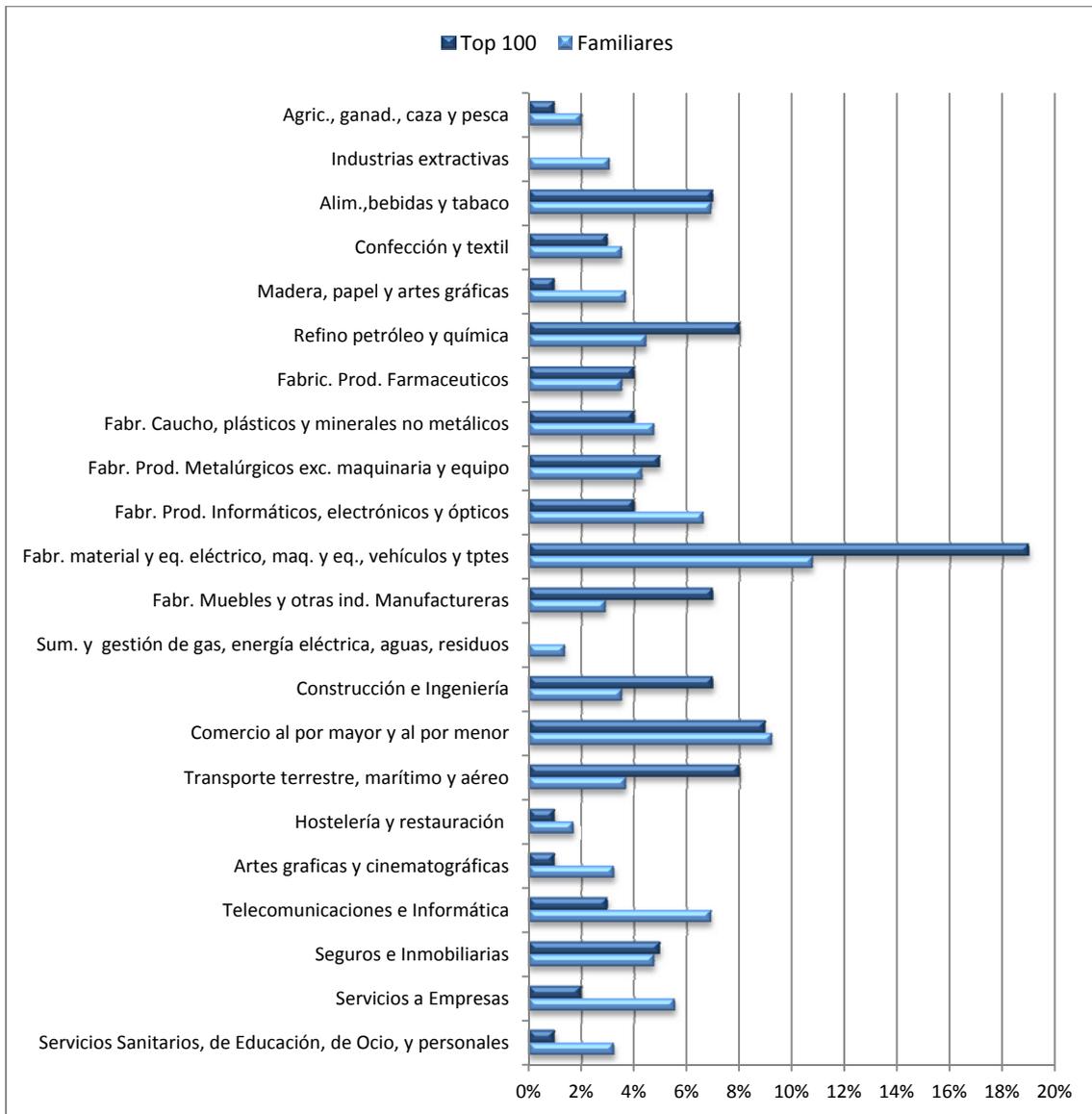
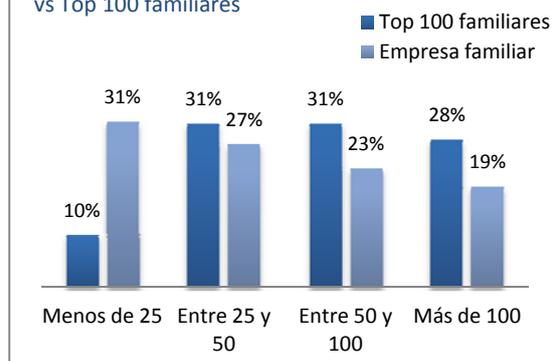


Gráfico 27

Comparativa antigüedad Empresa familiar vs Top 100 familiares

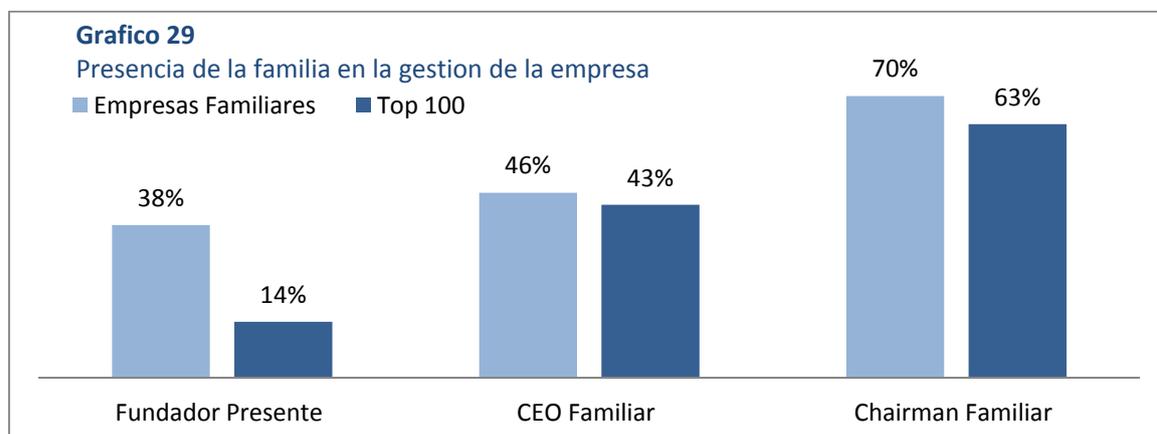


Un factor que destaca de las empresas del Top 100 es su antigüedad. La antigüedad media de la muestra de empresas familiares era de 60 años, mientras que la de las empresas del Top 100 es de 81 años. En el Gráfico 27 se pueden apreciar las diferencias en la distribución por edades entre ambos grupos.



Otra característica común de las empresas familiares más rentables en Bolsa es su menor tamaño. El Gráfico 28 muestra estas diferencias mediante la capitalización bursátil media de ambos conjuntos. De hecho, el 61% de las empresas del Top 100 presentan una capitalización bursátil inferior a 500 millones de euros

En cuanto a los datos relativos a la implicación de la familia en la gestión de la empresa la diferencia más importante se produce con la presencia del fundador de la compañía. Mientras que en un 38% de los casos el fundador está presente para el total de familiares analizadas, éste tan solo lo está en un 14% de empresas del Top 100.



8. CONCLUSIONES

Este primer informe BANCA MARCH -IE analiza la creación de valor de la empresa familiar europea en comparación con la no familiar durante el periodo 2001-2010 utilizando una muestra de 2.423 empresas cotizadas. Tal y como se ha descrito a lo largo de estas páginas, el informe es único no sólo en cuanto al enfoque teórico utilizado sobre la creación de valor y las medidas utilizadas para capturar el mismo, sino también por la amplitud del periodo analizado y el extenso conjunto de países que abarca (38 países europeos).

Por este motivo no es de extrañar que se obtengan resultados novedosos, que ayudan a cerrar debates previos sobre la relación entre empresa familiar y creación de valor, al tiempo que abre otros nuevos, que sugieren futuras líneas de investigación sobre un tema de enorme relevancia tanto desde el punto de vista económico como social. Estas evidencias e interrogantes se pueden clasificar en cuatro grandes grupos, que responden a las preguntas de investigación planteadas al inicio del estudio:

1. ¿CUAL ES EL PERFIL DE LA EMPRESA FAMILIAR EUROPEA COTIZADA?

Los datos confirman la enorme relevancia de la empresa familiar cotizada europea. Estas compañías que cumplen los criterios utilizados para ser consideradas como familiares representan el 27% del total de empresas cotizadas en Europa, aunque este porcentaje varía según los países. Italia es el país donde estas empresas tienen mayor representación en comparación con las no familiares (52%) seguidas de Francia, Portugal y España. En el extremo opuesto Reino Unido o Irlanda donde estas empresas apenas representan el 10% del total de compañías cotizadas. Ante estos resultados, en línea con estudios previos, (La Porta y otros, 1999), cabría preguntarse si este sesgo país responde a algún factor determinado. Por ejemplo, **¿podría ser el caso que las empresas familiares predominen en países donde la protección del inversor es menor y donde los mercados financieros están menos desarrollados?** Y de ser así, **¿Cuáles serían las implicaciones en términos de creación de valor?**

Las empresas familiares europeas cotizadas tienen un tamaño inferior que las no familiares, tanto en términos de ventas, capitalización bursátil y nivel de activos. No obstante, su contribución es muy relevante, pues suponen el 20% de las ventas totales de las empresas y acumulan el 14% de

los activos. A pesar de estas diferencias en tamaño, el número medio de empleados es similar en ambos tipos de empresas, lo que indica que las familiares son mucho más intensivas en trabajo (aportan el 27% del empleo total). Esto puede responder en parte a una preferencia de la empresa familiar por sectores tradicionalmente más intensivos en mano de obra (sobre todo industrias manufactureras), aunque en cualquier caso, futuras investigaciones deberían aclarar lo siguiente: **¿responde la mayor intensidad laboral de la empresa familiar a un efecto sectorial o existen otros factores explicativos?**

Por último, la antigüedad también es un hecho diferencial de la empresa familiar que es en media mucho más longeva que la no familiar (60 años frente a 43 de la no familiar). De hecho, un 20% son empresas centenarias mientras que sólo un 13% de las no familiares supera los 100 años. Estos datos pueden parecer contradictorios a raíz de los numerosos estudios que inciden en la alta mortalidad de las empresas familiares así como en las dificultades de estas empresas para sobrevivir a la tercera generación. Ante estos resultados surge un interrogante: **¿Se han sobrestimado los obstáculos para sobrevivir de las empresas familiares o el hecho de que la muestra esté compuesta de empresas cotizadas implica la existencia de un sesgo de supervivencia más fuerte en el caso de la empresa familiar?**

2. ¿GENERAN LAS EMPRESAS FAMILIARES MAS VALOR PARA SUS ACCIONISTAS?

Los resultados presentados no dejan ninguna duda en este sentido: las empresas familiares europeas cotizadas han generado un mayor valor para sus accionistas durante el periodo 2001-2010. Esta creación de valor se demuestra no sólo en indicadores como el ROA y ROE que se sitúan en niveles superiores, sino también y de forma novedosa en estudios sobre rentabilidad en empresas familiares, a través de la obtención de una mayor rentabilidad bursátil para un nivel similar o incluso inferior de riesgo y de un mayor EVA sobre activos. Al controlar por otros factores que podrían estar afectando a la creación de valor en cualquiera de sus dimensiones, tales como el tamaño, el nivel de deuda, el riesgo y la distribución sectorial, estos resultados apuntan claramente a la existencia de un “efecto familia”, que influye positivamente en la creación de valor a largo plazo para los accionistas.

Este “efecto familia” estaría indicando que, al menos para el conjunto de las empresas analizadas y el periodo considerado, los efectos positivos derivados del objetivo de preservación de riqueza

socioemocional por parte de los propietarios familiares (reflejados por ejemplo en la existencia de menores costes de agencia, de un mayor compromiso de los accionistas y empleados familiares con el proyecto empresarial, o de una visión a más largo plazo), superan ampliamente a los efectos negativos derivados del posible conflicto de intereses entre la consecución de objetivos no monetarios y los puramente económicos, conflicto que tradicionalmente se considera que conlleva una expropiación de los derechos de los accionistas minoritarios por parte de la familia (Morck y Yeung, 2005).

La contundencia de estos resultados lleva incluso a cuestionar este “coste de expropiación”, pues en cualquier caso, para el periodo analizado el accionista minoritario obtiene mucho más valor como accionista de una empresa familiar. Es cierto que en la mayoría de las ocasiones, las familias desean controlar las empresas que han creado y que además desean mantener este control familiar por generaciones, diseñando para ello mecanismos de gobierno que limitan la influencia de otros accionistas. Lo que no es cierto a la vista de los resultados de este informe es que al hacerlo estén destruyendo valor. Muy al contrario, todo parece indicar que el objetivo de preservación de la riqueza socioemocional no disminuye sino que magnifica el efecto de la propiedad familiar sobre la creación de valor económico y financiero para el accionista en el caso de las empresas europeas cotizadas. **¿Podría ocurrir que, al no considerar la presencia de esta riqueza socioemocional en estudios previos se haya sobrestimado el efecto expropiación de la empresa familiar cotizada?**

Adicionalmente y aunque comparar estos resultados con los de empresas no cotizadas está fuera del alcance de este estudio, el hecho de que la empresa esté cotizada en Bolsa sin duda ayuda a explicar la magnitud del efecto. Las empresas cotizadas están sujetas a requisitos estrictos de información, supervisión y control. A ello se añade el control externo que proporciona el mercado de control societario y la posibilidad que otorga el mercado de capitales de dar liquidez a los minoritarios, lo que reduce la posibilidad de que la empresa expropie las rentas de éstos (Braun y Sharma, 2007). Esto hace que la familia aporte un valor adicional cuando participa en empresas cotizadas, ya que no sólo protege sus intereses sino también los de los accionistas minoritarios. Por tanto surge de nuevo un interrogante para futuras investigaciones: **¿son estos resultados generalizables al resto de empresas familiares o estamos ante un efecto único en empresas cotizadas?**

El hecho de que este estudio BANCA MARCH-IE sea el primero que mide la creación de valor para el accionista con indicadores directamente relacionados con este concepto, tales como el EVA y la rentabilidad bursátil, mientras que los estudios previos aproximan la creación de valor usando medidas de valoración de mercado (sobretudo Q de Tobin), puede explicar algunas de las contradicciones existentes del efecto familia sobre la creación de valor. En concreto, este informe demuestra que es importante distinguir ambos conceptos con el fin de evitar interpretaciones erróneas ya que se demuestra que, a pesar de obtener un ROA y ROE mayor, ofrecer mayores rentabilidades a sus accionistas y generar más valor económico, las empresas familiares están infravaloradas en 2010 y de hecho lo han estado prácticamente a lo largo de todo el periodo (como ponen de manifiesto los menores ratios de PER, PBV y Q de Tobin). A la vista de todo lo discutido anteriormente cabe preguntarse también: **¿Estamos ante un fallo de mercado?**

3.¿GENERAN LAS EMPRESAS FAMILIARES MAS VALOR PARA OTROS STAKEHOLDERS?

La evidencia empírica de este primer informe también es concluyente en cuanto a la creación de valor de la empresa familiar para otros stakeholders más allá del creado directamente para sus accionistas. Los resultados señalan que, a pesar de su menor tamaño, las empresas familiares europeas cotizadas han creado más empleo durante el periodo 2001-2010 que sus homólogas no familiares. Adicionalmente, han actuado como un seguro en épocas de desaceleración, al mantener estos empleos a pesar de la caída de las ventas, al tiempo que las empresas no familiares reducían sus plantillas. La existencia de este seguro podría explicar los menores costes salariales en el caso de las empresas familiares, ya que la teoría existente señala que si las empresas son creíbles a la hora de ofrecer este seguro, serán capaces de establecer con sus trabajadores “contratos implícitos” en los que el trabajador estará dispuesto a trabajar por menos sueldo a cambio de esta mayor protección. El problema es que en la mayoría de los casos esta oferta de la empresa no es creíble. Los resultados parecen sugerir que la visión a largo plazo de los propietarios familiares y su mayor nivel de compromiso contribuyen a aumentar la credibilidad de la empresa al ofrecer este tipo de contratos. Esto también se refleja en una mayor productividad laboral a la vista de los datos obtenidos.

Estos resultados, aún preliminares, plantean interesantes interrogantes para futuras investigaciones: **¿Están los menores costes salariales relacionados con la menor dimensión de la empresa familiar o estamos realmente ante un efecto motivación?; ¿están estas diferencias en**

productividad relacionadas con el predominio de las empresas familiares en determinados países y sectores? ¿se ve compensada esta mayor productividad laboral con una menor productividad del capital?

En cualquier caso, los datos sugieren que, el objetivo de preservación de la riqueza socioemocional no sólo contribuye a generar valor para los accionistas, sino también para otros stakeholders implicados. Aspectos tales como el deseo de continuidad, de transmitir la empresa a futuras generaciones, dota a estas compañías de una visión a largo plazo y les permite abordar la realización de inversiones con largos periodos de maduración, aislándolas en cierta medida de los ajustes de empleo e inversión a lo largo de los ciclos, ya que se demuestra igualmente que mantienen una tasa de inversión en activos muy superior al de las empresas no familiares a lo largo del todo el periodo y en todas las fases del ciclo económico considerado.

En su conjunto, estos resultados parecen señalar la existencia de un “efecto propagación” (spillover effects) de la propiedad familiar en el sentido de que la familia, al tratar de perseguir sus objetivos no económicos está voluntaria o involuntariamente contribuyendo a mejorar el bienestar de otros stakeholders en particular y de la sociedad en general. Ante esta evidencia cabe preguntarse: **¿estamos ante una externalidad positiva?** Y de ser así, **¿cómo se podría capturar el valor real generado por las empresas familiares en su conjunto?** Igualmente, y dado que las investigaciones existentes demuestran que la relación entre, por ejemplo acciones de responsabilidad social corporativa y desempeño de la empresa es cuanto menos incierta, investigaciones futuras deberían determinar: **¿Cómo se reflejan estos “spillover effects” de la empresa familiar sobre la creación de valor económico-financiero?**

De nuevo, sería de esperar que estos efectos sean aún mayores en el caso de las empresas cotizadas pues se trata de empresas mucho más expuestas a la opinión pública y por tanto, mucho más preocupadas por los costes reputacionales de determinadas acciones, o desde la otra cara de la moneda mucho más conscientes de los beneficios de estos spillover effects, por lo tanto también habría que determinar, **¿Cuál es la importancia de estos “spillover effects” en las empresas familiares no cotizadas?**

4. ¿QUÉ EMPRESAS FAMILIARES CREAN MAS VALOR?

El examen de las diferencias en creación de valor dentro del colectivo de empresas familiares, con un especial énfasis en determinar qué distingue a las 100 empresas familiares (Top 100) que mejor rentabilidad bursátil han obtenido durante el periodo, arroja también resultados interesantes, que enfatizan la necesidad de reconocer la heterogeneidad de la empresa familiar. Más allá de efectos esperados, tales como su menor tamaño, o de la existencia de un cierto sesgo país, con una alta proporción de las empresas familiares más rentables situadas en países como Alemania o Reino Unido, los resultados señalan en primer lugar una sobrerrepresentación de estas Top 100 en sectores tradicionalmente considerados como más maduros (fabricación de vehículos, muebles...) lo que iría en línea con investigaciones previas que sugieren que es en esos sectores más tradicionales donde la empresa familiar es capaz de explotar al máximo sus ventajas competitivas. Futuras investigaciones deben por tanto determinar si , **¿existen ciertos sectores que potencian el efecto familia sobre la creación de valor?**

Adicionalmente, los resultados apuntan claramente a la existencia de un sesgo de supervivencia, siendo las Top 100 empresas significativamente más longevas que el resto de las familiares. Aún más interesante, más allá del efecto antigüedad, los análisis muestran claramente que las empresas que ya han superado el relevo generacional ofrecen rentabilidades superiores a aquellas en las que el fundador está presente. Esta ventaja no se refleja sólo en mayores rentabilidades bursátiles, sino que también se muestra en el resto de indicadores de valor económico (mayor ROA, EVA etc.) así como en mayores tasas de creación de empleo.

Estos resultados podrían parecer contradictorios con la evidencia empírica de estudios previos, que señala de forma bastante consistente la existencia de un efecto positivo de la presencia del fundador sobre el desempeño de la empresa familiar, así como un efecto negativo en el caso de que el CEO sea un descendiente del mismo (McConnaughy et al.,1998; Anderson and Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006). Sin embargo, un análisis más detallado muestra que estos resultados provienen de muestras tomadas en EEUU. Barontino y Caprio (1998) que analizan empresas europeas sí encuentran un efecto positivo del fundador, aunque no pueden demostrar el efecto negativo en el caso de las empresas dirigidas por las siguientes generaciones. Lo contrario que Nieto y otros (2009), que demuestran la destrucción de valor por parte de los descendientes de la familia fundadora, pero no encuentran evidencia empírica para el efecto fundador. **¿Es la realidad**

Europea, con empresas familiares más longevas y que permanecen en manos de la familia por más tiempo, sustancialmente distinta de la americana hasta el punto de eliminar el efecto fundador?

Quizá el hecho de que este primer informe BANCA MARCH- IE sea el que considere el periodo de análisis más extenso, lo que implica una aproximación a la creación de valor a más largo plazo, podría explicar este efecto a favor de las empresas europeas que ya han superado al menos un relevo generacional. Igualmente, no hay que olvidar que es la primera vez que se mide esta creación de valor con datos referidos a rentabilidades bursátiles reales, por lo que los estudios anteriores podrían estar sacando conclusiones erróneas. De hecho y en línea con estos resultados, se demuestra que estas empresas en las que el fundador ya no está presente, a pesar de obtener mejores rentabilidades y generar más valor para sus stakeholders (mayores ROA, ROE, EVA y Rentabilidad Bursátil), son peor valoradas por el mercado (menor PER, Q de Tobin y PBV), que concede una prima a aquellas que continúan bajo la influencia de su fundador. Quizá pesen demasiado los conflictos en torno a procesos sucesorios en empresas familiares de renombre que son tan a menudo aireados por los medios de comunicación, o la estadística tan repetida de que sólo alrededor del 4 % de las empresas familiares superan la tercera generación (Ward, 1987). En cualquier caso, esta no es la realidad de la empresa familiar europea cotizada, que cuenta con un 20% de empresas centenarias que además son en muchos casos las más rentables.

Finalmente, los resultados también demuestran que la implicación de la familia en la gestión de la empresa influye en la creación de valor, aunque esta implicación deba ser matizada. Que la Presidencia del Consejo de Administración sea ocupada por un familiar contribuye a aumentar los efectos positivos del “efecto familia” sobre la creación de valor, al reforzar la imagen de la compañía y el compromiso de la familia con el proyecto empresarial. Sin embargo, estos beneficios no son tan obvios cuando se trata del Consejero Delegado (CEO), ya son que las empresas familiares que cuentan con un profesional externo las que más valor han creado para sus accionistas.

REFERENCIAS

- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation. *Family Business Review*, 21(4), 315-329.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. V. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1308-1328.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14, 431-445.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L., & Larraza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55, 82–113.
- Berrone, P., Gomez Mejia, L. R., Cruz, C., & Cennamo, C. (in press). Socioemotional wealth and proactive stakeholder engagement: Why family controlled firms care more about their stakeholders. *Entrepreneurship Theory & Practice*, 1-40.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *The Journal of Finance*, 58(5), 2167–2202.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695-719.
- Credit Suisse (2011). Asian Family Business Report 2011. *Emerging Markets Research Institute*.
- Cruz, C., Gomez-Mejia, L. R., & Becerra, M. (2010). Perceptions of benevolence and the design of agency contracts: CEO-TMT relationships in family firms. *Academy of Management Journal*, 53(1), 69–89.
- Dyer, G. W., & Whetten, D. A. (2006). Family firms and social responsibility. Preliminary evidence from the S&P500. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(4), 785-802.
- Faccio, M., & Lang, L., H.P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Favero, C. A., Giglio, S., Honorati, M., & Panunzi, F. (2006). The performance of Italian family firms (ECGI Working Paper Series in Finance, No. 127/2006). Brussels, Belgium: European Corporate Governance Institute.
- Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106-137.
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237.
- Gomez-Mejia, L. R., Makri, M., & Larraza Kintana, M. (2010). Diversification decisions in family-controlled firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 223-252.

- Gomez Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth Preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707.
- LaPorta, R., López-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- Lauterbach, B., & Vaninsky, A. (1999). Ownership structure and firm performance: Evidence from Israel. *Journal of Management and Governance*, 3, 189–201.
- Lee, J. (2006). Family Firm Performance: Further Evidence. *Family Business Review*, 19(2) 103-114.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Mishra, C. S., & McConaughy, D. C. (1999). Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 53-65.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), 293-315.
- Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship Theory & Practice*, Summer, 367-382.
- Nieto Sánchez, Fernández Rodríguez, Casasola Martínez, Usero Sánchez (2009). Impacto de la implicación familiar y de otros accionistas de referencia en la creación de valor. *Revista de Estudios Empresariales. Segunda época*, 2, 5-20.
- Pindado, J., Requejo, I., & De la Torre Olvera, Ch. (2008). Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe, *Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas (Working Paper No. 2)*. Burgos y Salamanca, Spain: Universidades de Valladolid
- Sacristán-Navarro, M., Gomez-Anson, S., & Cabeza-Garcia, L. (2011). Family Ownership and Control, the Presence of Other Large Shareholders, and Firm Performance: Further Evidence. *Family Business Review* 24(1), 74-79.
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 27(4), 339-358.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). PERFORMANCE AND BEHAVIOR OF FAMILY FIRMS: EVIDENCE FROM THE FRENCH STOCK MARKET. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709- 751.
- Stavrou, E., Kassinis, G., & Filotheou, A. (2007). Downsizing and stakeholder orientation among the Fortune 500: Does family ownership matter? *Journal of Business Ethics*, 72(2), 149-162.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Ward, J. L. 1987. Keeping the family business healthy: How to plan for continuing growth, profitability, and family leadership. San Francisco: Jossey-Bass.

ANEXO 1: ANÁLISIS DE REGRESIÓN

Adicionalmente a los análisis realizados, se ha estimado la relación entre creación de valor y empresa familiar a través de diversos análisis de regresión lineal. En línea con el estudio se plantean tres medidas de creación de valor, Beneficio sobre Activo (ROA), Rentabilidad Bursátil media para el periodo 2001-2010, Creación de Valor a través del indicador *Economic Value Added* (EVA), y una medida de valoración de mercado como la Q de Tobin, que serán las variables dependientes, una para cada uno de los cuatro modelos.

Como variable independiente se ha utilizado una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa es familiar y 0 si es no familiar.

Adicionalmente, se han introducido las siguientes variables de control en el modelo:

- Tamaño: Medido a través del logaritmo de las ventas medias del periodo 2001-2010.
- Riesgo: Medido a través de la Beta en el periodo 2001-2010.
- Localización geográfica: Medida a través de la variable dicotómica que otorga uno si el domicilio social de la empresa está en la Unión Europea y cero en cualquier otro caso.
- Antigüedad: Medida a través del logaritmo de la diferencia entre el año 2010 y el año de fundación de la empresa.
- Independencia financiera: Medida a través de las deudas bancarias con respecto a los fondos propios de la empresa, en términos medios para el periodo 2001-2010.
- Sectores de actividad: Medido a través de veintidós sectores que agrupan los códigos CNAE o NACE revisión 2.

El resultado de la estimación por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) se muestra en la siguiente tabla, donde se presentan los coeficientes de los regresores (β_i) y su desviación estándar entre paréntesis. Los asteriscos muestran el p-valor resultante del contraste de significatividad individual para las variables exógenas, y el contraste de significatividad global para cada uno de los modelos. De igual modo, se muestra el ajuste del modelo, medido a través del R-Cuadrado ajustado y el número de observaciones (empresas) disponible para cada modelo.

Estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) sobre la media de las variables ROA, Rentabilidad Bursátil, EVA y Q Tobin en el periodo 2001-2010.

	ROA	Rentabilidad Bursátil	EVA	Q TOBIN
Tamaño	0,0031 ^{***} (0,0006)	0,0007 (0,0019)	0,0596 ^{***} (0,0071)	-0,0092 (0,0083)
Riesgo	-0,1705 ^{***} (0,0020)	-0,0622 ^{***} (0,0061)	-0,0069 ^{**} (0,0022)	-0,0302 (0,0244)
País	-0,0049 (0,0031)	-0,0199 [*] (0,0095)	-0,0019 (0,0034)	0,0583 (0,0392)
Antigüedad	-0,0006 (0,0014)	-0,0005 (0,0042)	-0,0006 (0,0015)	-0,0881 ^{***} (0,0172)
Deuda	-0,0227 ^{***} (0,0019)	-0,0194 ^{***} (0,0058)	-0,0036 ⁺ (0,0021)	-0,2022 ^{***} (0,0231)
Control por Sectores	Incluidos	Incluidos	Incluidos	Incluidos
Constante	0,0823 ^{***} (0,0134)	0,1957 ^{***} (0,0412)	-0,0060 (0,0155)	1,9282 ^{***} (0,0870)
Empresa familiar	0,0066[*] (0,0027)	0,0154[*] (0,0081)	0,0111^{***} (0,0029)	-0,0163 (0,0312)
N	1202	1202	1187	1202
R ² Ajustado	0,2115	0,2254	0,0798	0,0932
F-Snedecor	12.93 ^{***}	13.94 ^{***}	4.81 ^{***}	20.49

* p<0.05; ** p<0.01; ***p<0.001

El resultado de la estimación por MCO muestra que, aún controlando por factores que podrían afectar a la creación de valor, tales como tamaño, riesgo, sector, antigüedad o país, **la empresa familiar tiene un efecto positivo sobre los indicadores ROA, rentabilidad Bursátil y EVA y dicho efecto es además estadísticamente significativo, sin embargo no tiene un efecto estadísticamente significativo para la Q de Tobin.**

Concretamente, ser empresa familiar, incrementa en media un 0.0066 el ROA de la empresa (0.66% si el ROA está expresado en porcentaje), de igual modo ser empresa familiar incrementa en media un 0.0154 la rentabilidad bursátil anual (1.54% si la rentabilidad bursátil se expresa en porcentaje); y un 0.0111 para la creación de valor de la empresa medido a través del EVA.

