

# El Gobierno Corporativo en la Empresa Familiar Cotizada



## III INFORME BANCA MARCH-IE





Estimado lector,

Éste año, el III Informe Banca March - IE Business School sobre la Empresa Familiar versa sobre el Gobierno Corporativo. Sin lugar a dudas, uno de los aspectos donde más énfasis están poniendo los inversores, sobre todo por sus implicaciones en la viabilidad de las empresas a largo plazo.

Además, se ha querido contrastar la experiencia de las empresas europeas frente a las empresas americanas, por lo que se han analizado más de 1.100 compañías de siete países en el período 2008-2013, recogiendo todo el impacto de la crisis económica mundial.

Por otra parte, a finales del año pasado se cumplió el tercer aniversario del lanzamiento de nuestro fondo de inversión The Family Businesses Fund, cuyo objetivo es invertir en empresas familiares cotizadas a nivel global, con una filosofía de valor donde el análisis del Gobierno Corporativo es parte esencial. Desde su lanzamiento hasta mayo de 2015, la rentabilidad acumulada asciende a un 63%, lo que le ha convertido en la estrategia de inversión más rentable de March A.M.

Quisiera también aprovechar estas líneas para agradecer la excelente labor de investigación de las profesoras Cristina Cruz y Lucía Garcés, así como al resto de los profesores del IE Business School que han participado. Sin su esfuerzo y dedicación no hubiera sido posible conocer otro pequeño secreto por el que la empresa familiar es mucho más rentable a largo plazo.

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

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'José Jiménez'. The signature is enclosed within a simple, hand-drawn rectangular frame.

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

## El Gobierno Corporativo en la Empresa Familiar Cotizada



### MARCH ASSET MANAGEMENT

March Asset Management 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

**Directora Académica del Área de Entrepreneurship y 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 (Tesis Doctoral sobre el Gobierno Corporativo en las Empresas familiares), 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.



### Lucía Garcés Galdeano

**Investigadora en Empresa Familiar y Emprendimiento en la Universidad Pública de Navarra (UPNA)**

Lucía Garcés es doble licenciada en Administración de Empresas y Derecho por la Universidad Pública de Navarra, máster en “Management, Organization and Business Economics” por la Universidad Autónoma de Barcelona, Universidad de Islas Baleares y Universidad Pública de Navarra y doctoranda en “Economics, Management and Organization” por las mismas universidades.

## Equipo de Apoyo:

---

**Marta Samper**, Lcda  
Administración Empresas. CUNEF.

**Laura Jiménez**, Lcda. ADE y Derecho.  
Universidad Francisco de Vitoria.



# Índice

## **I. INTRODUCCIÓN**

1. ¿Por qué un estudio sobre el Gobierno Corporativo (GC) en la Empresa Familiar Cotizada?
2. Rasgos distintivos del GC en las empresas familiares cotizadas
3. Objetivos y Muestra del III Informe Banca March-IE

## **II. GOBIERNO CORPORATIVO EN LA EMPRESA FAMILIAR COTIZADA FRENTE A LA EMPRESA NO FAMILIAR**

1. ¿Cómo medimos el Gobierno Corporativo?
2. ¿Existen diferencias entre los Índices de Gobierno Corporativo de las Empresas Familiares y Empresas no Familiares?
3. ¿Por qué son los Índices de Gobierno Corporativo inferiores en las Empresas Familiares cotizadas?

## **III. ¿QUÉ FACTORES CONTRIBUYEN A MEJORAR LOS INDICES DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS FAMILIARES?**

1. ¿Qué características de la EF influyen en el Gobierno Corporativo?
2. ¿Influye la presencia del fundador en el Gobierno Corporativo de la EF?
3. ¿Influye el hecho que el CEO y/o el Presidente del Consejo sean familiares en el GC de la empresa familiar?
4. ¿Influyen los años de permanencia del CEO en el cargo en el GC de la empresa familiar?

## **IV. LA RELACION ENTRE GOBIERNO CORPORATIVO Y RENTABILIDAD EN LA EMPRESA FAMILIAR COTIZADA**

1. ¿Se confirma la existencia del “family premium”?
2. ¿Son las EF con mejor gobierno más rentables?
3. ¿Qué dimensiones del GC son las que más influyen en la rentabilidad de la EF?
4. ¿Cumplir con las recomendaciones de Buen Gobierno mejora la rentabilidad de la EF?

## **V. ¿CUÁLES SON LAS EMPRESAS FAMILIARES CON MEJOR GOBIERNO?**

## **VI. CONCLUSIONES**

## **VII. REFERENCIAS**

## **VIII. ANEXOS**







# I. Introducción

## 1. ¿Por qué un estudio sobre el Gobierno Corporativo en la empresa familiar cotizada?

La reciente crisis financiera ha sensibilizado aún más a los distintos stakeholders hacia todo lo relacionado con el Gobierno Corporativo de las empresas cotizadas, colocándolo en el punto de mira de expertos en gestión empresarial, analistas, legisladores y medios de comunicación y suscitando un gran debate en todo el mundo sobre cuáles son las pautas de Buen Gobierno que deberían seguir las empresas cotizadas.

Prueba de ello es la proliferación de numerosas iniciativas en materia de Gobierno Corporativo desarrolladas en distintos países, recogidas por un lado en normas de obligado cumplimiento incorporadas en las distintas Leyes de Sociedades y por otro, en recomendaciones contenidas en Códigos de Buen Gobierno, de carácter voluntario. Todas estas iniciativas surgen del convencimiento de que la gestión de las empresas cotizadas se debe realizar de una manera responsable, eficaz y transparente con el fin de lograr la confianza de los inversores y maximizar la creación de valor, y de que el Gobierno Corporativo es un instrumento fundamental para lograr tal fin. Esto se refleja claramente en el nuevo Código de Gobierno Corporativo español aprobado por Acuerdo del Consejo de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) el 18 de febrero de 2015, que establece los siguientes objetivos: a) velar por el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración de las empresas para conducir las a las máximas cotas de competitividad; b) generar confianza y transparencia

para los accionistas e inversores; c) mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas y d) asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor.<sup>1</sup>

Las Empresas Familiares cotizadas no pueden, ni deben ser ajenas a esta tendencia. Independientemente del país de origen, los Códigos de Gobierno Corporativo establecen como ámbito de actuación “el conjunto de las sociedades cotizadas, con independencia de su tamaño y nivel de capitalización”, no haciendo por tanto ninguna distinción en función de la estructura de propiedad de la empresa. En los anteriores Informes Banca March-IE analizábamos cómo los rasgos distintivos de la empresa familiar explicaban la existencia de un “family premium” en la Bolsa Europea, o lo que es lo mismo una mayor rentabilidad de las empresas cotizadas en las que existía un grupo familiar de referencia<sup>2</sup>. Sin embargo, también alertábamos de ciertos riesgos asociados con el control familiar que podían dañar la imagen de las empresas familiares y restarles competitividad, lo que podía explicar el hecho que las empresas familiares estuvieran peor valoradas en los mercados a pesar de su mayor rentabilidad. El III Informe Banca March-IE surge precisamente, tal y como explicamos en el siguiente apartado, del convencimiento de que muchos de estos riesgos podrían mitigarse mejorando las estructuras de Gobierno Corporativo de las EF cotizadas.

<sup>1</sup> Código de Buen gobierno de las Sociedades Cotizadas. [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_buen\\_gobierno.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf)

<sup>2</sup> Cruz, C. y Letamendia, L. (2013). La creación de valor en la Empresa Familiar Cotizada Europea. I Informe Banca March-IE  
Cruz, C. y Letamendia, L. (2014). El “family Premium” en la empresa familiar cotizada. II Informe Banca March-IE

## 2. Rasgos distintivos del Gobierno Corporativo en las empresas familiares cotizadas

Pese a la relevancia de las empresas familiares en el mundo y la importancia concedida al estudio del Gobierno Corporativo desde hace más de un siglo, los estudios relativos al Gobierno Corporativo en organizaciones bajo control familiar son relativamente recientes<sup>3</sup>. No se trata sin embargo de un olvido fortuito, sino de la consecuencia de dos factores relacionados entre sí:

- **Una concepción inicial limitada del Gobierno Corporativo, desarrollada desde el ámbito financiero.** Según éste, el Gobierno Corporativo se definiría como un conjunto de normas para evitar conflictos de intereses entre la propiedad y la dirección (problemas de agencia), más comunes en empresas no familiares con accionariado diversificado. La solución a estos conflictos de intereses conlleva unos costes, conocidos como costes de agencia, que suponen una minoración en el valor de la empresa<sup>4</sup>.
- **Una concepción tradicional de la empresa familiar como una organización en la que, los problemas de agencia eran prácticamente inexistentes y por tanto la implantación de mecanismos de control para corregirlos innecesarios.** Esta visión asume que la confluencia de accionistas y directivos en la misma familia garantiza el alineamiento de intereses entre las partes implicadas. Asimismo, la participación de la familia en el Consejo de Administración permite supervisar la tarea de los directivos, minimizando el problema de agencia que suscitan.<sup>5</sup>

La realidad empresarial ha obligado a revisar ambos conceptos, lo que ha favorecido el interés por el estudio del Gobierno Corporativo en empresas controladas por un grupo familiar. Por una parte, el modelo financiero de Gobierno Corporativo ha evolucionado hacia una visión mucho más amplia, que contempla el diseño de mecanismos para regular problemas de agencia entre un mayor número de stakeholders más allá de accionistas y directivos. Por otra, los estudios sobre empresa familiar publicados en la última década evidencian que aunque la propiedad familiar minimiza ciertos tipos de costes de agencia, también puede crear otros nuevos derivados de la propia idiosincrasia de la empresa familiar.

Como se explicó en los informes anteriores, el principal rasgo distintivo de la Empresa familiar se resume en el hecho de que en estas empresas la consecución de beneficios económicos (Maximización de Riqueza Financiera) 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 (Maximización de Riqueza Socioemocional)<sup>6</sup>. La Figura 1 resume cómo estos rasgos distintivos afectan al Gobierno Corporativo de las empresas familiares.

<sup>3</sup> Villalonga B, Amit R. 2006; Li, F, Srinivasan S. 2011; Shleifer A, Vishny R. 1986; Klein P, Shapiro D, Young J. 2005.

<sup>4</sup> Jensen M, Meckling W. 1976

<sup>5</sup> Bettinelli C. 2011; Anderson R, Reeb D. 2004.

<sup>6</sup> Gómez-Mejía, Cruz, Berrone y De Castro, 2011

**Figura 1. Ventajas y Desventajas de la EF en el Gobierno Corporativo**

### ASPECTOS POSITIVOS

- Compromiso con el proyecto empresarial.
- Visión a largo plazo.
- Alineamiento de intereses entre propietarios y directivos.

- Mayor importancia de los sistemas de retribución extrínsecos, basados en la motivación.
- Mayor eficiencia de los mecanismos de supervisión al existir menos información asimétrica.

- Menor riesgo de conflicto de interés entre accionistas y directivos.
- Menor riesgo de oportunismo por parte de los Directivos.

### ASPECTOS NEGATIVOS

- Nepotismo.
- Ausencia de Meritocracia.
- Primacía del Control sobre la consecución de objetivos financieros.

- Menor eficiencia de los mecanismos de control interno (ej. CA y Retribución) debido a los lazos familiares entre las partes.
- Menor eficacia de los mecanismos de control externo (ej. OPAs) debido al elevado control ejercido por la familia en la empresa.

- Mayor riesgo de conflicto entre accionistas familiares y minoritarios.
- Mayor riesgo de selección adversa. Dificultad para atraer talento externo y disciplinar a ejecutivos familiares.

*Fuente: Elaboración propia a partir de estudios publicados sobre GC en Empresa Familiar*

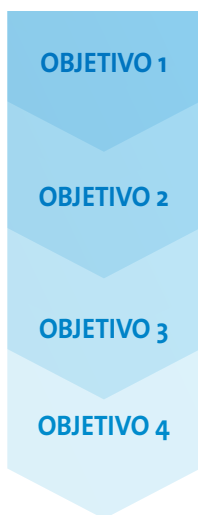
A pesar de los efectos positivos del control familiar como forma de gobierno, los mercados financieros y los distintos stakeholders que en ellos operan son conscientes de los riesgos asociados que conlleva, en términos de menor protección a los accionistas minoritarios y una gestión en ocasiones demasiado personalista que no siempre está alineada con el objetivo de creación de valor. Es por ello que exigen a las empresas familiares aún mayores niveles de transparencia y gobierno que el que piden a otras organizaciones donde no existe un grupo de control familiar. Si la empresa familiar quiere seguir creando valor en mercados cada vez más competitivos debe ser capaz de responder a estas demandas, mediante la implantación de mecanismos de Gobierno eficaces y la adopción de muchas de las recomendaciones de Buen Gobierno incluidas en los Códigos.

En uno de los trabajos pioneros en materia de Gobierno Corporativo y Empresa Familiar, William Schulze afirmaba que, partiendo de la base de que “las empresas familiares representan una forma de gobierno diferente”.... “puede que existan dos tipos de empresas familiares, unas que reconocen la necesidad de implementar mecanismos de gobierno interno para mitigar los problemas de agencia a los que se enfrentan, y otras que no lo hacen”....” La adopción de dichos mecanismos puede explicar por qué unas empresas prosperan mientras que otras desaparecen”<sup>7</sup>. El objetivo de este III Informe Banca March-IE es precisamente identificar qué distingue a estas empresas familiares que han apostado por la adopción de prácticas de Buen Gobierno Corporativo, así como cuáles de las recomendaciones de Buen Gobierno impactan más en la creación de valor de la empresa familiar.

<sup>7</sup> Schulze 2001.p. 211.

### 3. Objetivos y muestra del III Informe Banca March - IE

El objetivo final del estudio es servir de guía a todas las empresas familiares cotizadas sobre hacia dónde dirigir sus esfuerzos en materia de Gobierno Corporativo, así como proporcionar a inversores y analistas una herramienta que ayude en la toma de decisiones de inversión. En concreto se pretende responder a las siguientes preguntas:



**OBJETIVO 1**  
¿Cuál es la situación del Gobierno Corporativo de la Empresa Familiar Cotizada comparada con la de empresa no familiar?

**OBJETIVO 2**  
¿Qué características de las empresas familiares mejoran sus Índices de Gobierno Corporativo?

**OBJETIVO 3**  
¿Cuál es la relación entre el Gobierno Corporativo y la Rentabilidad en la EF?

**OBJETIVO 4**  
¿Cuáles son las mejores empresas familiares en materia de Gobierno Corporativo?

Para cumplir estos objetivos, el III Informe Banca March-IE realiza un análisis cuantitativo **sobre una muestra de 1.127 empresas cotizadas<sup>8</sup>**:

- Dada la existencia de importantes diferencias entre los sistemas de Gobierno Corporativo anglosajón y continental, el Informe distingue dos zonas geográficas: EEUU y Europa. A su vez, dentro de Europa se analizan 6 países: España, Suiza, Alemania, Reino Unido, Italia y Francia.
- En base a definiciones previas utilizadas en estudios académicos sobre EF, el Informe clasifica un 23,70% de estas empresas (265) como empresas familiares<sup>9</sup>.
- Con el fin de detectar tendencias y dotar de mayor validez a los resultados, el Informe realiza un seguimiento del Gobierno Corporativo de las empresas durante 6 años. En concreto, se analiza el periodo comprendido entre 2008-2013.

2 ZONAS GEOGRÁFICAS 7 PAÍSES	1127 EMPRESAS COTIZADAS	HORIZONTE TEMPORAL 6 AÑOS
EE.UU, Reino Unido, Francia, Italia, España, Alemania y Suiza	23,6% (265) Empresas Familiares 76,4% (861) Empresas No Familiares	Periodo Temporal: 2008 - 2013

<sup>8</sup> En el ANEXO 1 se describe en detalle el proceso de obtención de la muestra final del estudio

<sup>9</sup> Ver ANEXO 3: Definiciones de Empresa Familiar utilizadas en el Informe

## II. Gobierno Corporativo en la empresa familiar cotizada frente a la empresa no familiar

### 1. ¿Cómo medimos el Gobierno Corporativo?

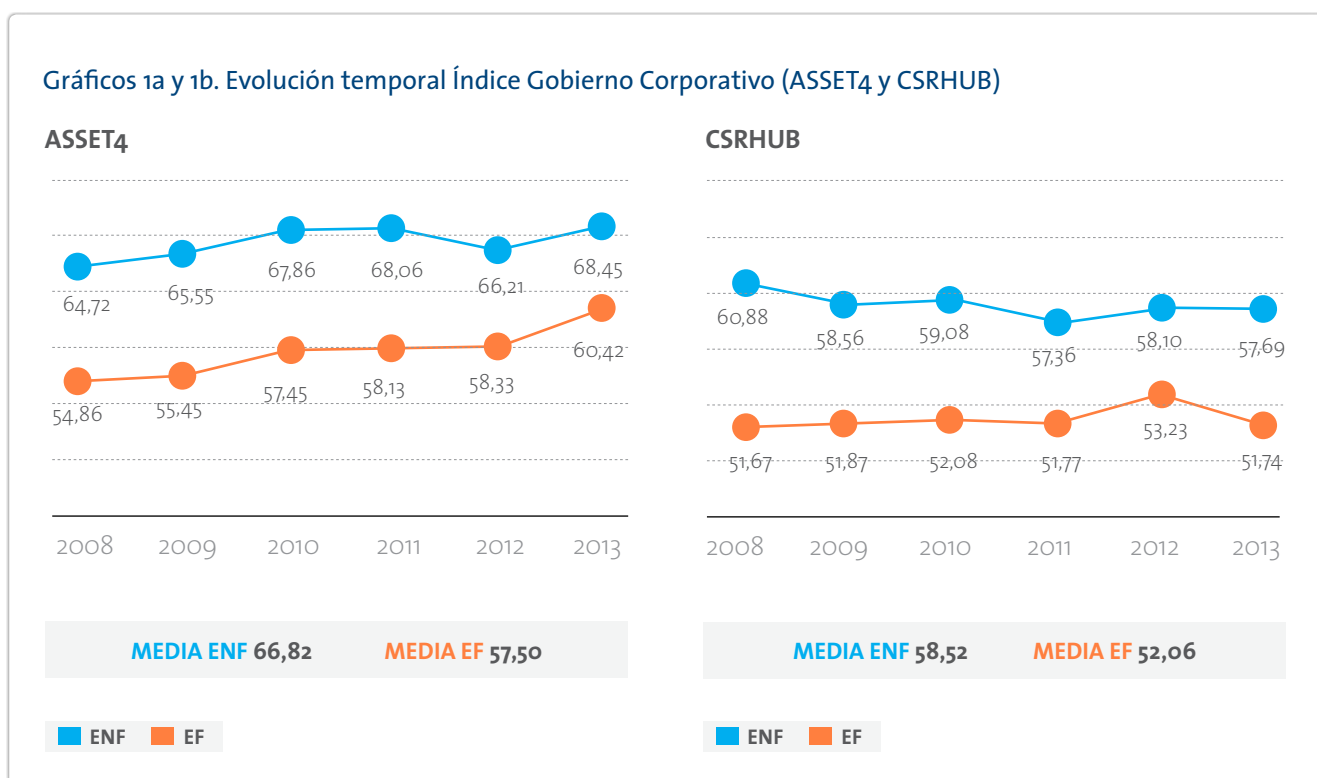
Con el fin de comparar las prácticas de Gobierno Corporativo de las EF frente a las ENF cotizadas que componen la muestra del III Informe Banca March-IE, utilizamos dos Índices de Gobierno Corporativo elaborados por sendas empresas especializadas en la recopilación y análisis de datos referidos al Gobierno y la Responsabilidad Social Corporativa de las empresas cotizadas, ASSET 4 elaborado por Thomson Reuters y CSRHUB (Tabla 1)<sup>10</sup>. Estos índices son frecuentemente utilizados por inversores y directivos como ayuda en la toma de decisiones estratégicas y de inversión. En base a diversas fuentes, los Índices recogen información sobre el grado de cumplimiento de las empresas en materia de Gobierno Corporativo y la transforman en unas escalas que permiten establecer comparaciones entre empresas. Aunque el fin último de todos estos índices es medir la calidad del Gobierno en su conjunto cada uno de ellos incorpora distintas dimensiones en materia de Gobierno que no siempre coinciden. Por ello, decidimos utilizar dos indicadores de Gobierno Corporativo distintos a pesar de la complejidad que esto supone en términos de recogida y análisis de datos con el fin de reducir las críticas asociadas a la subjetividad de este tipo de índices y dar mayor validez a los resultados obtenidos.

Tabla 1. Índices de Gobierno Corporativo utilizados en el informe

<b>CSRHUB</b>	<b>ASSET4</b>
<b>DEFINICIÓN</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
El Índice de Gobierno Corporativo CSRHUB mide en qué medida las empresas establecen políticas y procedimientos en materia de Gobierno Corporativo en relación a la independencia y diversidad en el Consejo de Administración, las prácticas de retribución de directivos, la atención a las preocupaciones de los stakeholders y el liderazgo ético de una empresa.	El índice global de Gobierno Corporativo del Asset4 mide el grado de cumplimiento de las empresas en materia de Gobierno Corporativo en relación a la composición, estructura y funcionamiento del Consejo de Administración, la protección de los Derechos de los accionistas así como las políticas de retribución de sus Consejeros.
<b>FUENTES DE DATOS</b>	<b>FUENTES DE DATOS</b>
Las fuentes de obtención de datos incluye ASSET4 (Thomson Reuters), Carbon Disclosure Project (CDP), EIRIS, Governance Metrics International , IW Financial, MSCI (ESG Intangible Value Assessment and ESG Impact Monitor), RepRisk, Trucost y Vigeo.	La empresa recoge y analiza información de los informes anuales de las empresas, páginas webs, periódicos y revistas especializadas.
<b>ESCALA</b>	<b>ESCALA</b>
0-100	0-100

## 2. ¿Existen diferencias entre los Índices de Gobierno Corporativo de las Empresas Familiares y Empresas no Familiares?

El valor medio de ambos Índices de GC para la EF es inferior al de la ENF lo que indica que las EF cotizadas están peor gobernadas. El análisis de la evolución temporal de ambos Índices muestra además que durante todos los 6 años analizados, **la EF ha presentado niveles inferiores en las prácticas de Gobierno Corporativo que la ENF.** (Gráficos 1a y 1b).



<sup>10</sup> Para más información sobre la metodología y cobertura de los índices consultar el ANEXO 4



**Las empresas familiares europeas presentan niveles de gobierno claramente inferiores a las empresas familiares en EEUU.** Las diferencias a favor de la ENF se mantienen entre EEUU y Europa, aunque son más acusadas en el caso europeo. Además, tal y como señala el Gráfico 2b independientemente de su dimensión familiar, las empresas de EEUU y Reino Unido presentan mejores niveles de GC que el resto.

Gráfico 2a. Índices de GC: Diferencias EEUU y Europa

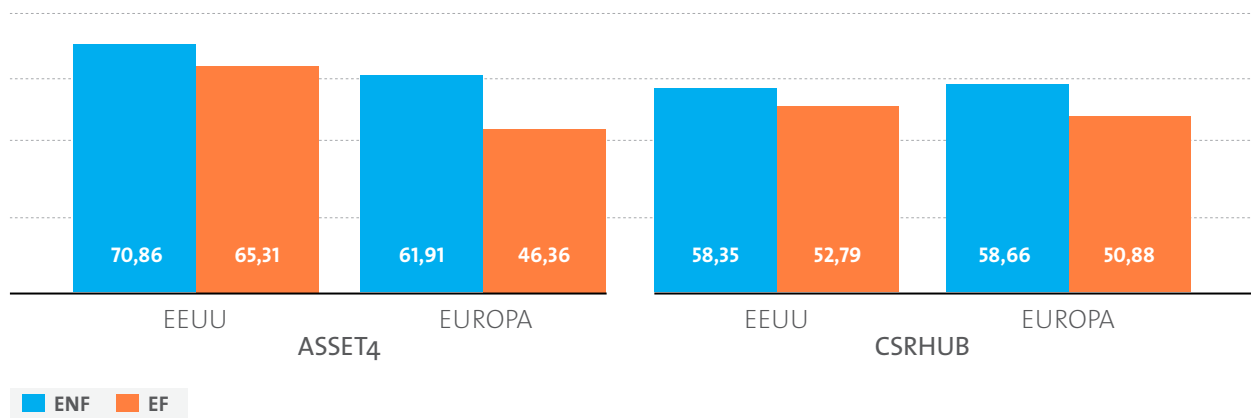
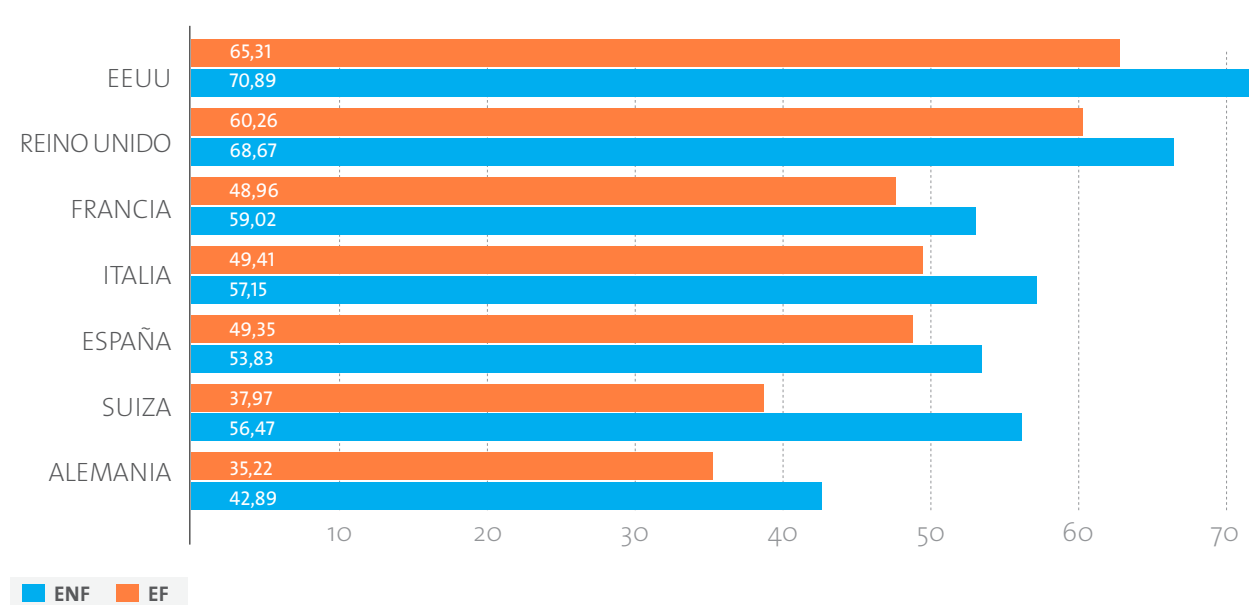


Gráfico 2b. Índice de Gobierno Corporativo por países



### 3. ¿Por qué son los Índices de Gobierno Corporativo inferiores en las empresas familiares cotizadas?

#### 3.1. ANÁLISIS DE LAS DIMENSIONES DE GOBIERNO CORPORATIVO

La calidad del Gobierno Corporativo de una empresa se puede medir a través de diversas dimensiones que comprenden desde la composición de su Consejo de Administración hasta la eficiencia en sus mecanismos de Reporting y en sus Políticas de Retribución. Por esta razón, los Índices de GC incluyen diferentes categorías que permiten analizar el GC de una empresa de forma más detallada. Las Tablas 2 y 3 describen las distintas categorías incluidas en los Índices utilizados en el III Informe Banca March-IE.

Tabla 2 y 3. Dimensiones de los Índices de Gobierno Corporativo



Índice Global: CSRHub

#### DIMENSIONES



**Consejo de Administración:** Eficacia de una empresa en el seguimiento de las mejores prácticas en los principios de Gobierno Corporativo relacionados con el Consejo de Administración.



**Liderazgo ético:** Mide cómo una empresa gestiona sus relaciones con sus distintos grupos de interés, incluidos los inversores, clientes y reguladores así como la eficacia de la empresa en el tratamiento de sus accionistas y empleados de manera equitativa.



**Transparencia:** Políticas y prácticas corporativas alineadas con los objetivos de sostenibilidad, incluyendo en qué medida la gestión de la empresa es transparente para sus stakeholders.



Índice Global: ASSET4

#### DIMENSIONES



**Funcionamiento del Consejo de Administración:** Capacidad de la empresa de contar con un CA efectivo asignando los comités adecuados con taras y responsabilidades claramente definidas.



**Composición del Consejo de Administración:** Capacidad de la empresa de asegurar una toma de decisiones independientes a través de un CA independiente, diverso y con miembros de probada experiencia profesional.



**Políticas de retribución:** Capacidad de la empresa para atraer y retener a ejecutivos y Consejeros clave a través de políticas de retribución adecuadas.



**Derechos de los Accionistas:** Capacidad de la empresa de atraer y retener a los accionistas minoritarios asegurándoles iguales derechos y limitando la presencia de mecanismos para prevenir OPAs.

Del análisis comparativo de la puntuación obtenida en las distintas dimensiones entre empresas Familiares y No Familiares se obtienen las siguientes conclusiones:

- **En todas las dimensiones, la EF presenta peores valores que la ENF.** Tal y como muestran los gráficos 3a y 3b, el GC de la EF presenta valores inferiores en todas las dimensiones que miden los dos índices utilizados en el informe.
- En ambos Índices, las mayores diferencias entre EF y ENF se dan en las dimensiones referidas **al Funcionamiento y Composición del Consejo de Administración donde las EF reciben una puntuación claramente inferior.**

Gráfico 3a. Índices de GC por dimensiones (ASSET4)

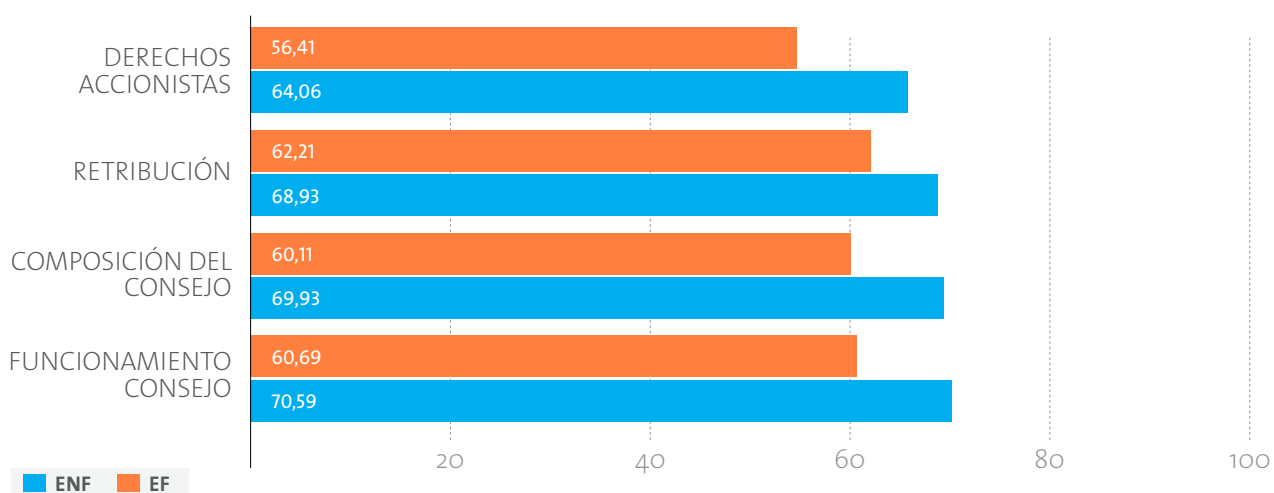
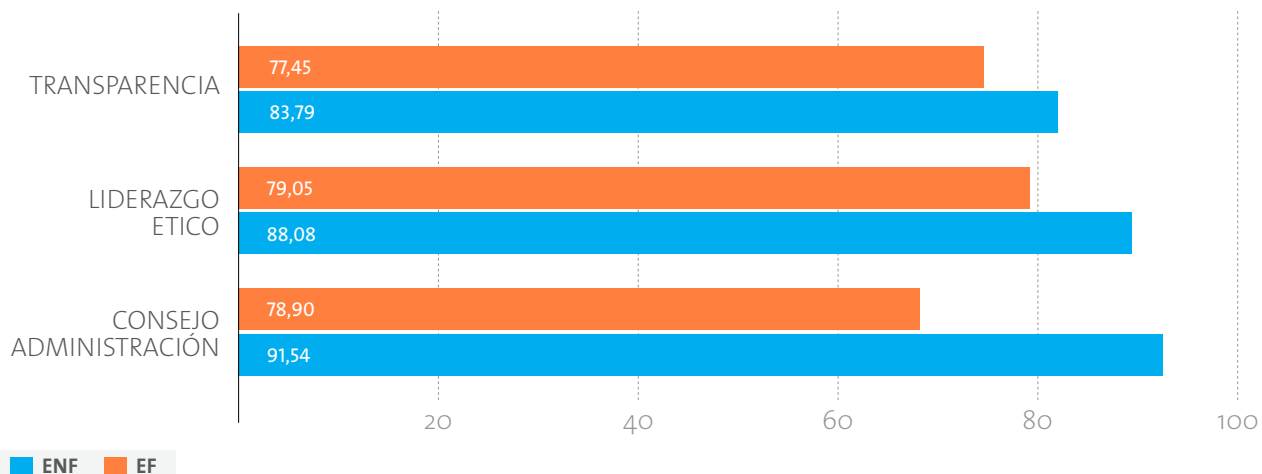
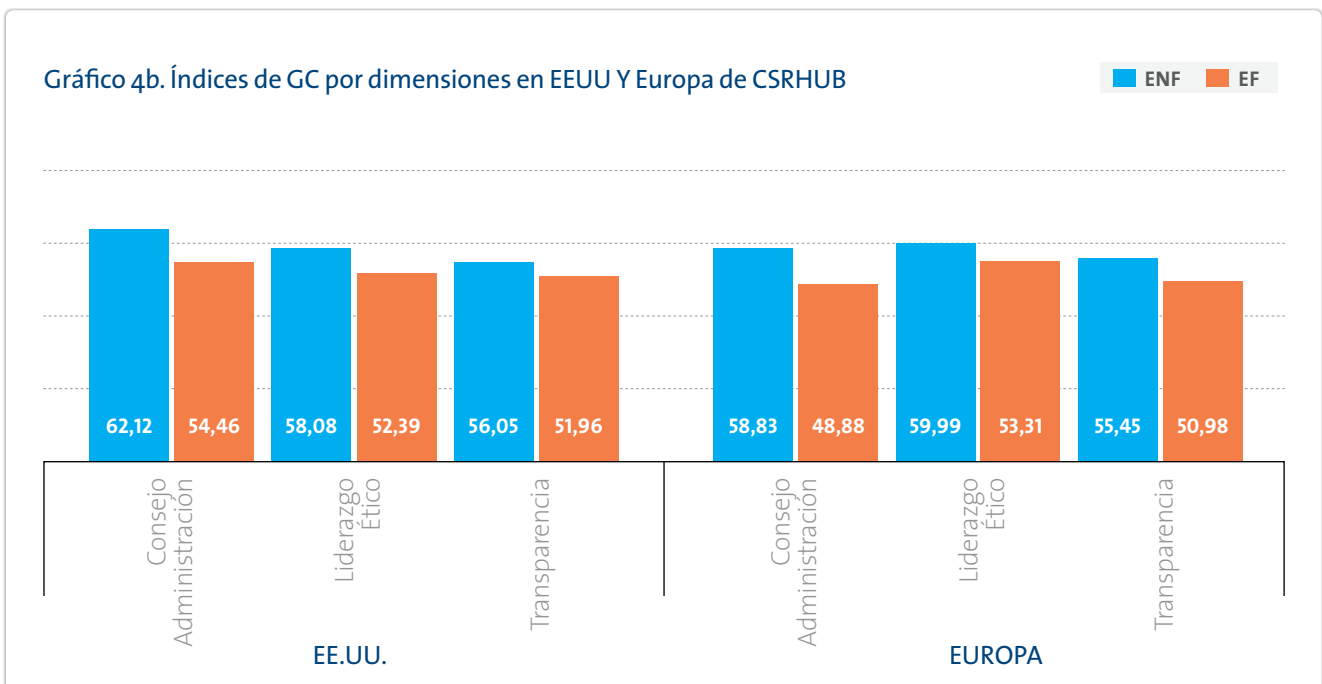
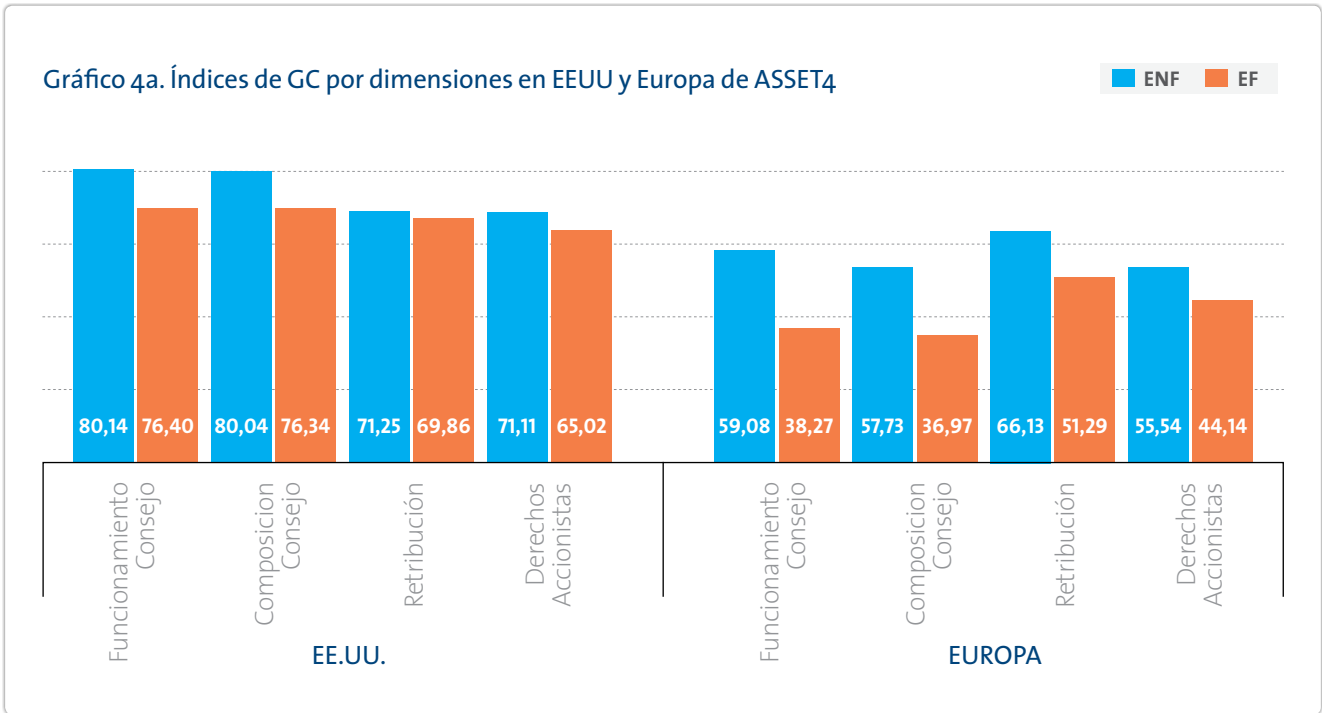


Gráfico 3b. Índices de GC por dimensiones (CSRHUB)



- **Las diferencias son mucho más acusadas en el caso Europeo que en EEUU.** Tal y como indican los gráficos 4a y 4b, las empresas familiares europeas presentan claramente niveles inferiores que las no familiares en todas las dimensiones de los Índices, siendo de nuevo mayor la diferencia en las dimensiones referidas al Consejo.



### 3.2. GRADO DE CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES DE BUEN GOBIERNO POR PARTE DE LAS EF

Las dimensiones de los Índices de GC incluyen muchas de las recomendaciones que se recogen en los Códigos de Buen Gobierno Corporativo. En este apartado comparamos el grado de cumplimiento de la EF frente a la ENF, de algunas de estas recomendaciones con el fin de entender mejor cuáles son las causas de sus peores niveles de GC.

#### DIMENSIÓN 1

##### Recomendaciones relativas al funcionamiento del Consejo de Administración



##### Tamaño del Consejo

- Se recomienda que el Consejo posea la dimensión precisa para lograr un funcionamiento eficaz y participativo. En el caso del Código español la dimensión óptima se sitúa entre cinco y quince miembros.

##### Frecuencia de las reuniones del Consejo

- Los Códigos proponen que el CA debe reunirse con la frecuencia necesaria para garantizar el correcto desarrollo de sus funciones, estableciendo el Código español un mínimo de 8 reuniones al año.

##### Asistencia a las reuniones del Consejo

- En este sentido se recomienda que las inasistencias de los Consejeros se reduzcan a los casos indispensables y se cuantifiquen en el informe de GC.

##### Existencia y composición de Comites

- Los distintos Códigos recomiendan la presencia de la mayoría de Consejeros independientes en la Comisión de Auditoría así como la designación de sus miembros en función de su experiencia en materias de contabilidad y gestión de riesgos.
- Asimismo recomiendan la existencia de dos comisiones separadas de Nombramientos y Retribuciones e igualmente la independencia y profesionalidad de sus miembros.

El análisis desglosado de las variables más relevantes referidas al Consejo de Administración indica claramente que las **EF cotizadas cumplen en menor medida las recomendaciones de Buen Gobierno en relación al funcionamiento y composición de los CA de las empresas cotizadas**. En concreto:

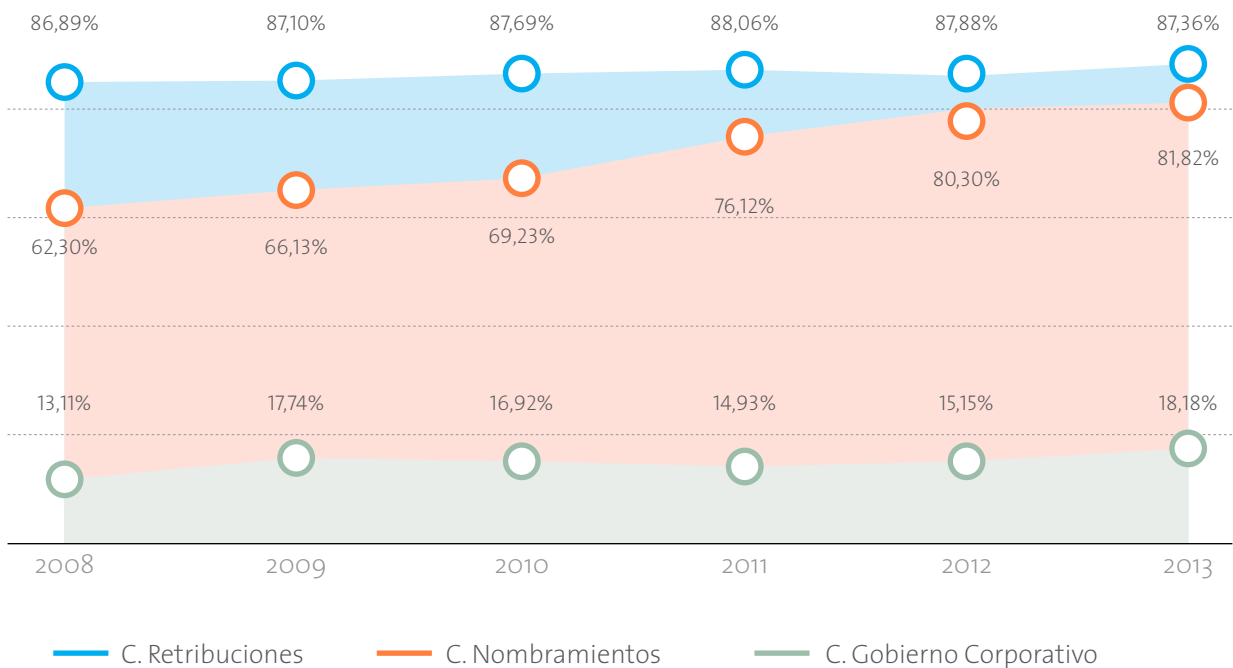
- **La existencia de Comités de Gobierno Corporativo y de Nombramientos es menos frecuente entre las EF. Además estas diferencias son mucho más acusadas en el caso de Europa (Tabla 4).**
  - Un 16% de las EF cuentan con Comité de Gobierno Corporativo frente a un 22% de las ENF en Europa. En EEUU, las diferencias no son tan significativas, siendo un 92% para las EF y un 99% para las ENF.
  - Algo similar ocurre con el Comité de Nombramientos, que existe en un 72% de las EF frente a un 95% de las ENF en Europa, y 96% frente a 99% en EEUU.
  - Todas las empresas americanas cuentan con Comité de Retribuciones mientras que en Europa el porcentaje se reduce al 87% en el caso de las EF y 96% en el de las ENF.

Tabla 4. Empresas con Comité de GC, de Nombramiento y Retribuciones en EF y ENF por países (%)

	EF EUROPA	ENF EUROPA	EF EEUU	ENF EEUU
<b>Comité de Gobierno Corporativo</b>	16%	22%	92%	99%
<b>Comité de Nombramientos</b>	72%	95%	96%	99%
<b>Comité de Retribuciones</b>	87%	96%	100%	100%

A pesar de su situación de desventaja, el Gráfico 5 indica que las EF Europeas están realizando esfuerzos en este sentido, siendo cada vez mayor el porcentaje de EF que optan por implantar estos Comités como parte de su Gobierno Corporativo.

Gráfico 5. Evolución del porcentaje de EF Europeas con Comités de Nombramientos, Retribución y Gobierno Corporativo





- **La frecuencia de reuniones del CA es menor en el caso de las EF.** El Consejo se reúne en media 8,4 veces en las ENF frente a 7,3 en las familiares. Las diferencias entre EEUU y Europa en este caso no son muy significativas.
- **La asistencia media a los CA por parte de los Consejeros es mayor en el caso de las EF,** donde el porcentaje de asistencia media de sus Consejeros es de un 85% frente al 82% de la ENF. En este caso, los Consejeros de las empresas europeas tanto en el caso de la EF como en el de la ENF asisten con mayor asiduidad a las reuniones del Consejo.

Gráfico 6 . Frecuencia de reuniones del CA

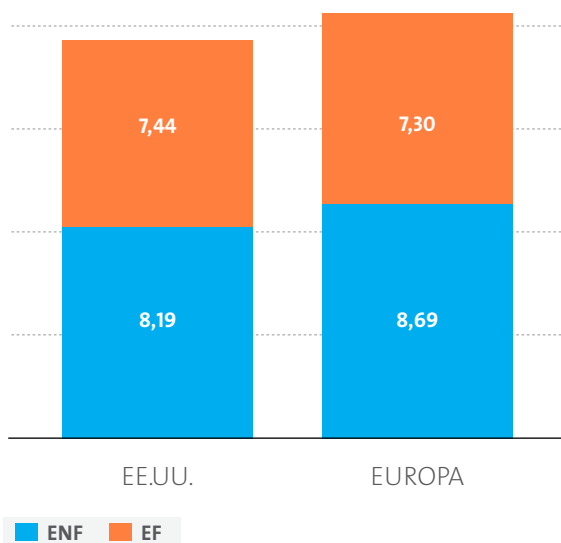
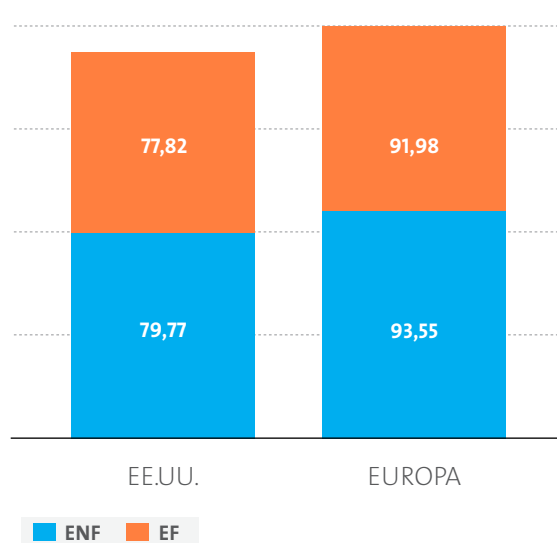
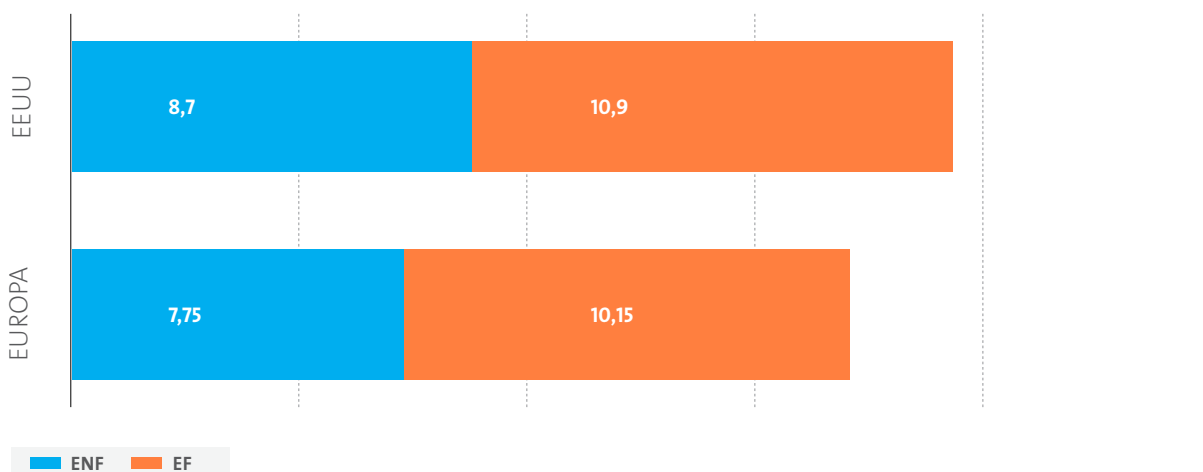


Gráfico 7. Asistencia media a los CA (%)



- **En las EF, la permanencia en el cargo de sus Consejeros es mayor que en la ENF.** En media, un consejero permanece 10 años en el Consejo de una EF mientras que permanece 7 en el de una ENF.

Gráfico 8. Años de permanencia en el CA



- **El tamaño** medio de los Consejos de Administración de las empresas cotizadas es de 10 Consejeros, no existiendo en este sentido diferencias entre EE.UU y Europa ni entre EF y ENF.

## DIMENSIÓN 2

### Recomendaciones relativas a la composición del Consejo de Administración



#### CA equilibrado

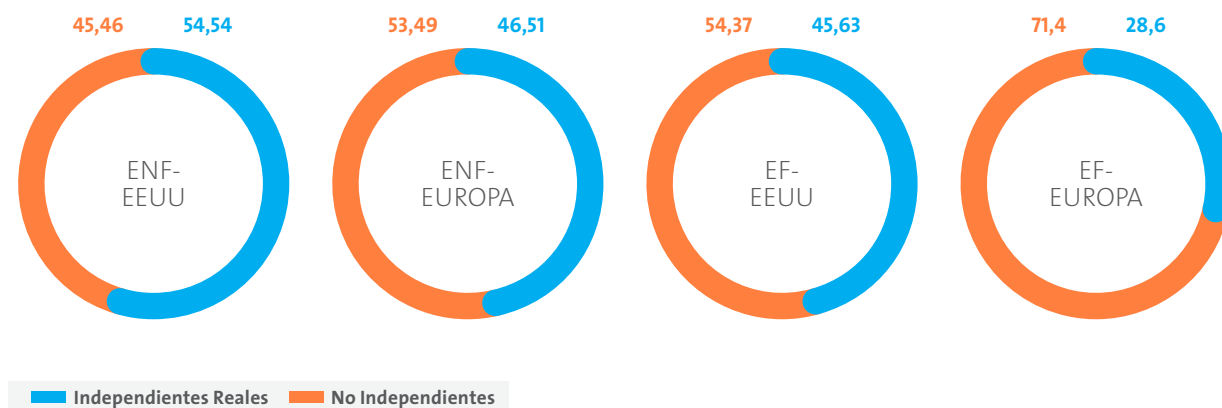
- Los Códigos recomiendan una composición del CA equilibrada, con una amplia presencia de Consejeros no Ejecutivos y una adecuada presencia de Consejeros independientes. El Código español recomienda mantener el porcentaje de Consejeros ejecutivos al mínimo así como que al menos, la mitad de los Consejeros deben ser independientes. No obstante, se reduce este porcentaje a un tercio en el caso de sociedades en las que un accionista posea un porcentaje elevado del capital, como es el caso de las EF.

#### Presencia de Mujeres

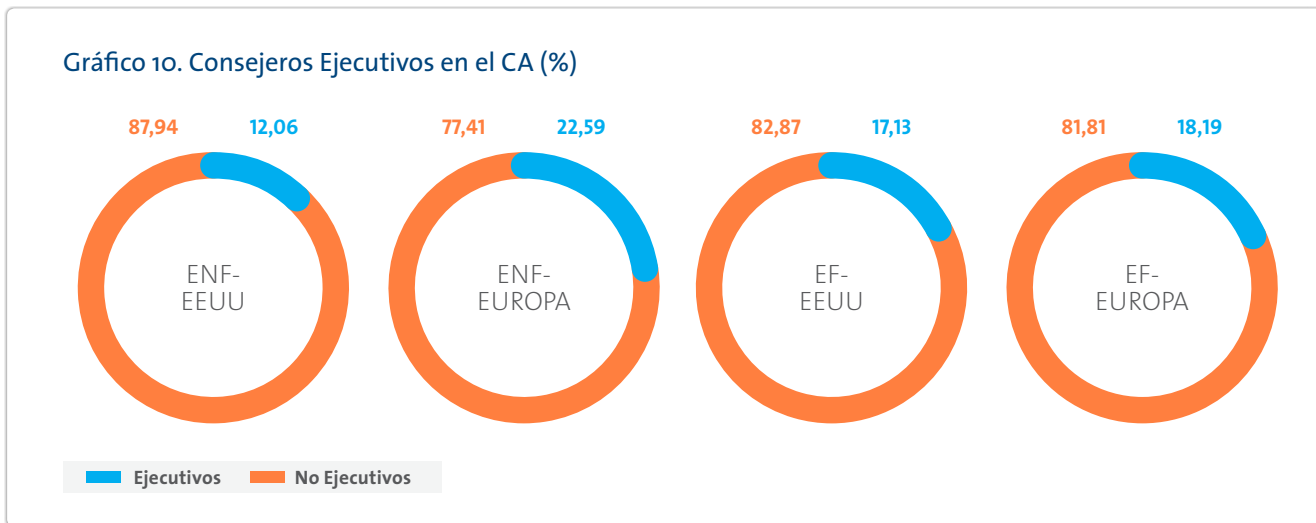
- Los Códigos recomiendan promover el objetivo de que en el año 2020 el número de consejeras represente al menos un 30% del total de miembros en el C.A.

- Los datos cifran el porcentaje de independientes en los CA de las empresas cotizadas en torno al 82% para la ENF y un 56% para la EF. Sin embargo, el porcentaje de estos Consejeros que realmente cumplen todas las condiciones para ser considerados independientes es mucho menor, 51,44% para la ENF y 41,20% para la EF.
- **La presencia de Consejeros que son “realmente independientes” es menor en la EF que en la ENF siendo esta diferencia más acusada en Europa.** Tal y como indica el Gráfico 9, de nuevo las EF europeas presentan peores valores, con tan sólo un 28% de independientes reales en su Consejo de media para el periodo 2008-2013. Sin embargo, la tendencia es positiva ya que el porcentaje de independientes reales ha aumentado durante el periodo considerado (del 26% en el 2008 al 33% en el 2013).

Gráfico 9. Consejeros Independientes “Reales” en el CA (%)



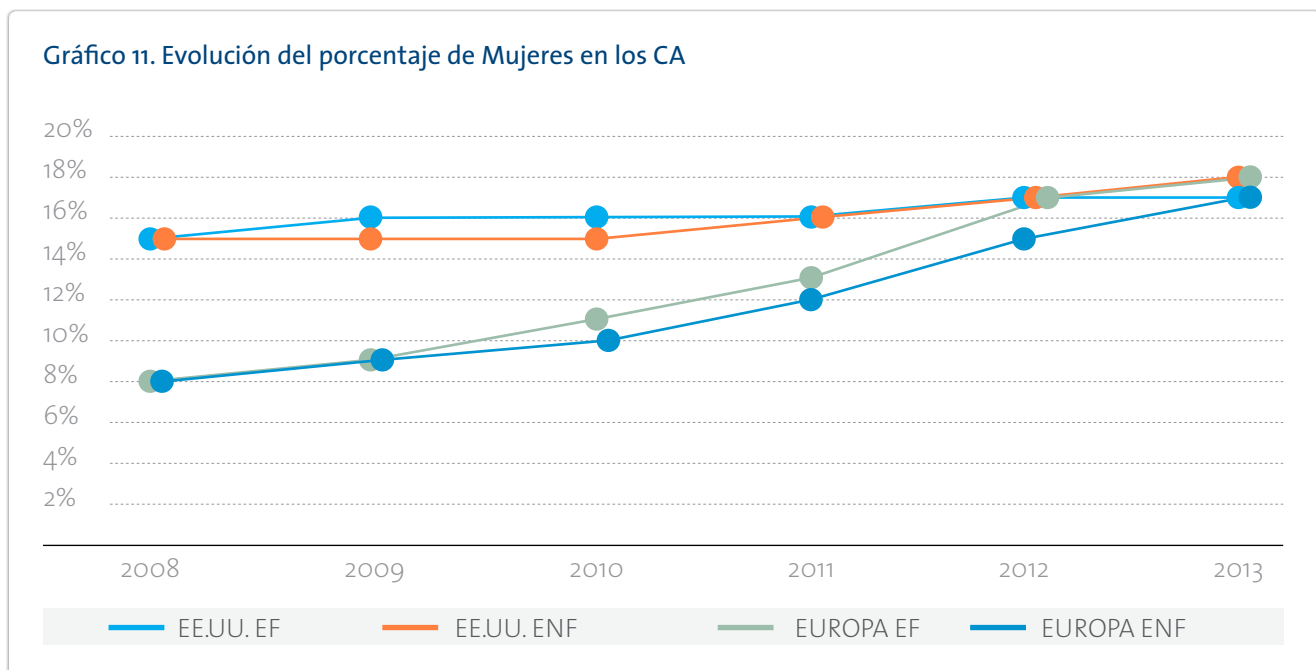
- El porcentaje de Consejeros Ejecutivos es mayor en las empresas europeas siendo las ENF de Europa las que cuentan con un mayor porcentaje de ejecutivos en el Consejo (22%). **El porcentaje de Consejeros Ejecutivos en las EF se sitúa en torno al 17,5%.**



- **La presencia de mujeres en el Consejo de Administración es mayor en las empresas de EEUU que en las europeas y las diferencias entre EF y ENF no son muy significativas.** El porcentaje medio de mujeres está en torno al 15% en EEUU y al 12% en Europa. No obstante, tal y como muestra el Gráfico 11 la evolución es positiva, sobre todo en el caso de las EF europeas aunque aún queda un largo camino por recorrer hasta alcanzar el objetivo del 30% propuesto para el 2020.

Tabla 5. Mujeres en el CA (%)

	EEUU	EUROPA
EF	15,99%	11,83%
ENF	15,96%	12,95%



### DIMENSIÓN 3

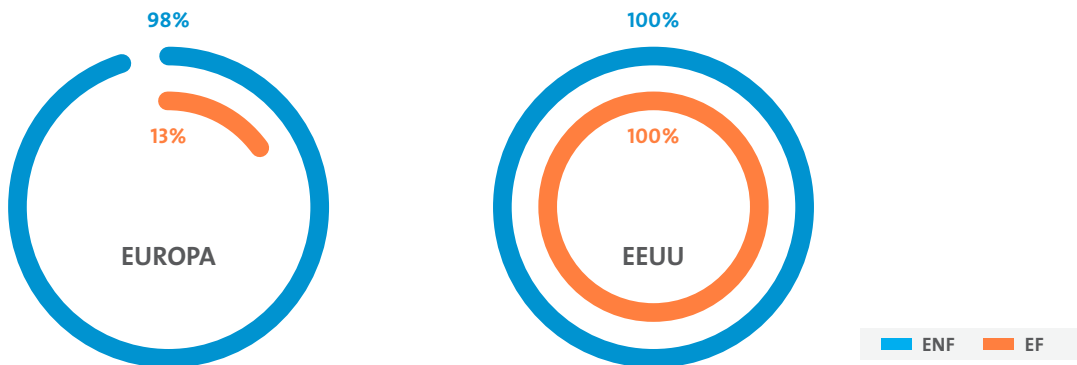
#### Políticas de Retribución



- Las recomendaciones en este sentido incluyen la necesidad de dotar de transparencia a los aspectos retributivos de la empresa así como lo idóneo de vincular los componentes variables de la retribución con criterios de rendimiento que sean medibles y que consideren el riesgo asumido para la obtención de un resultado.

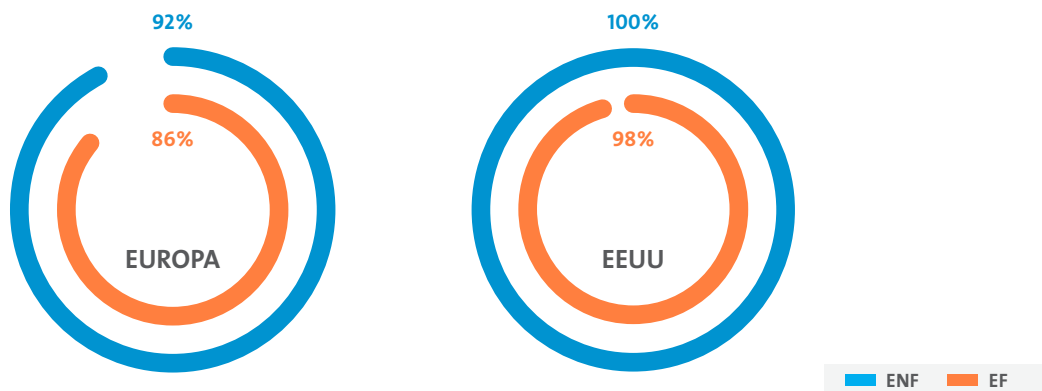
El análisis de las políticas de retribución muestra claramente que las EF europeas son más reacias a informar sobre la implantación de sus políticas de retribución, algo que es una práctica común en todas las empresas americanas. Solo un 13% de las EF Europeas tiene una política en este sentido frente al 98% de las ENF, aunque la tendencia es positiva para ambas empresas europeas.

Gráfico 12. Porcentaje de empresas que informan sobre la implantación de la Política de Retribución de sus Directivos



En relación a los objetivos marcados en la política de retribución los resultados indican que el porcentaje de EF en las que la retribución está claramente orientada a resultados es inferior al de las ENF, siendo la diferencia más acusada en el caso Europeo.

Gráfico 13. Porcentaje de empresas con Retribución Orientada a Resultados



## DIMENSIÓN 4

### Recomendaciones de Gobierno Corporativo relativas a Derechos de los Accionistas



#### Derechos de los accionistas

- En este sentido la mayoría de códigos recomiendan que las empresas cotizadas no limiten el número máximo de votos que pueda emitir un mismo accionista y que sí limiten la emisión de acciones con exclusión del derecho de suscripción preferente.
- Establecen también que, como regla general se debe evitar la presencia de mecanismos que dificulten la toma de control de la sociedad mediante posibles ofertas públicas de adquisición.

Los resultados del III Informe Banca March-IE en relación a esta dimensión muestran lo siguiente:

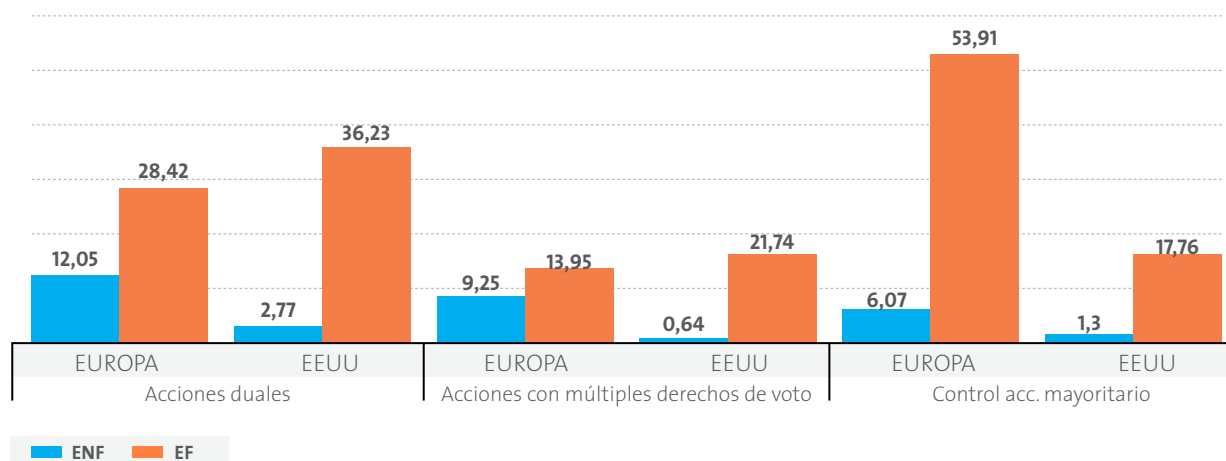
- **En las ENF es mucho más frecuente la existencia de una política para garantizar la aplicación del principio de “una acción-un voto”.** Esta política existe para el 94% de las ENF mientras que sólo para el 75,29% de las EF, no existiendo en este caso diferencias significativas entre EEUU y Europa.

Tabla 6. Porcentaje de empresas con una política de “una acción - un voto”

	TOTAL	EEUU	EUROPA
EF	75,29	75,19	75,36
ENF	94,6	87,8	99,1

- **Esto se refleja en una mayor presencia de mecanismos para garantizar el control por parte de un grupo de accionistas en el caso de las EF.** En concreto, tal y como muestra el gráfico 14 las EF hacen mucho mayor uso de acciones duales y acciones con múltiples derechos de voto que las ENF. Igualmente el porcentaje de empresas donde el accionista principal tiene algún tipo de derecho de veto es muy superior en las EF.

Gráfico 14. Empresas con acciones duales, acciones con múltiples derechos de voto y derecho de veto del accionista principal (%)

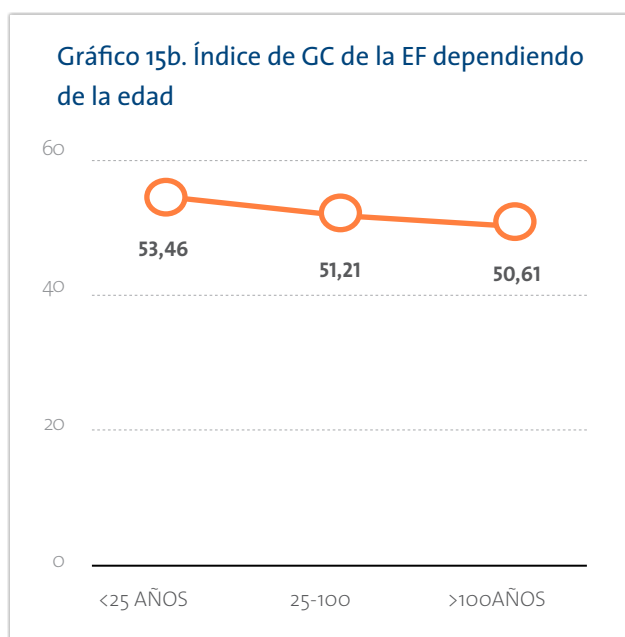
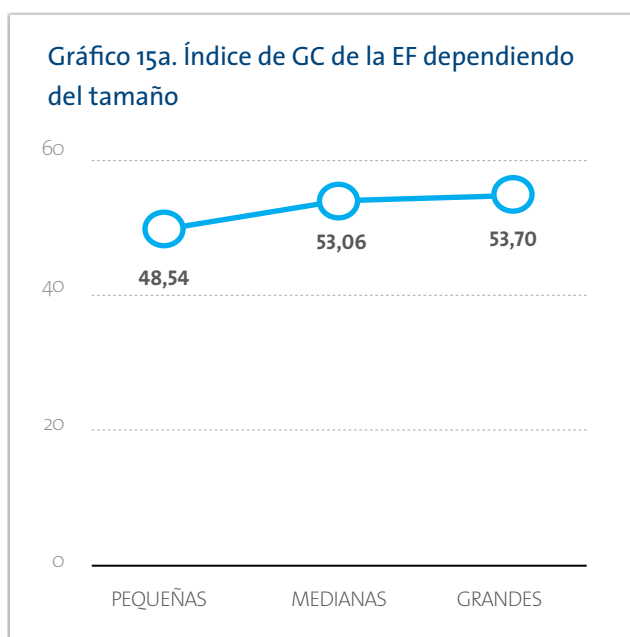


# III. ¿Qué factores contribuyen a mejorar los Índices de Gobierno Corporativo en las empresas familiares?

Los estudios realizados señalan que, a pesar de sus rasgos distintivos la empresa familiar es un grupo muy heterogéneo y que para comprenderla mejor es necesario profundizar en las características que distinguen unas empresas familiares de otras<sup>11</sup>. Por ello en este capítulo realizamos un análisis del GC dentro del grupo de empresas familiares, con el fin de determinar qué factores contribuyen a mejorar los niveles de GC en las EF.

## 1. ¿Qué características de la EF influyen en el Gobierno Corporativo?

Como podemos observar en los gráficos 15a y 15b, tanto el tamaño como la edad son dos factores que afectan a los niveles de GC en las empresas familiares. Encontramos mejores niveles de GC cuando las empresas familiares son grandes y jóvenes<sup>12</sup>.



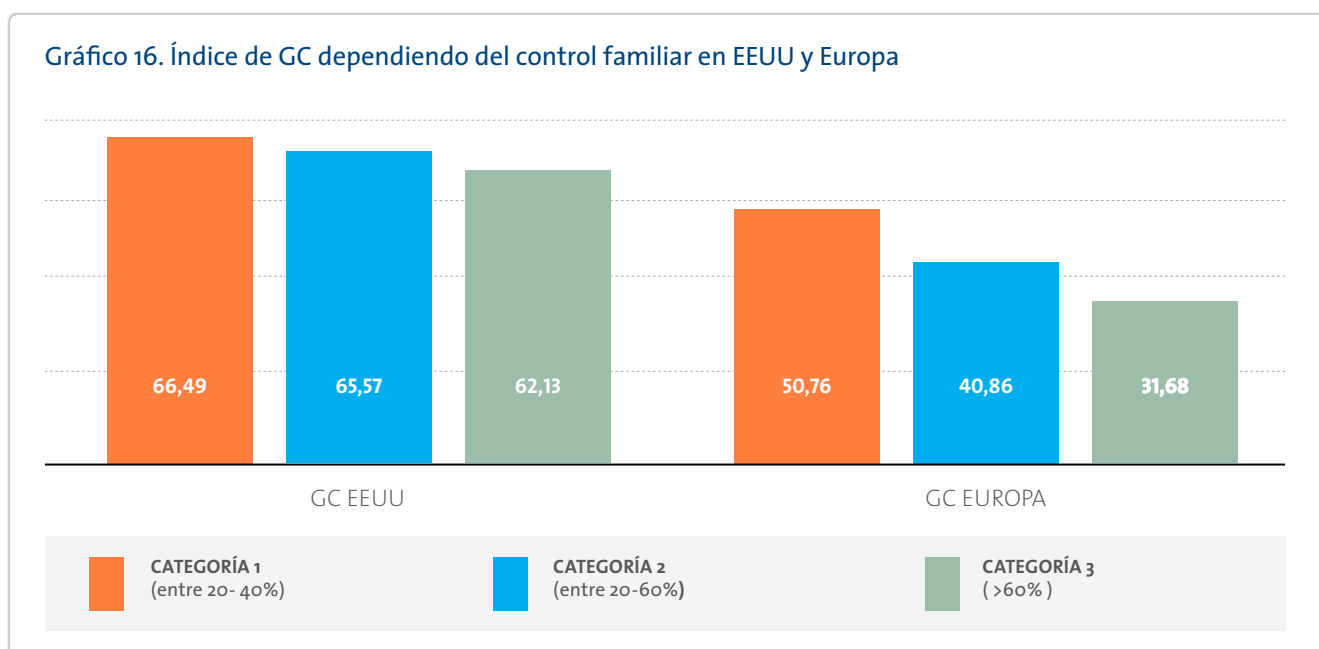
<sup>11</sup> En el Anexo 2 se demuestra la heterogeneidad que existe dentro de las EF de la muestra

<sup>12</sup> En este capítulo reportamos únicamente los datos relativos al Índice CSRHUB. Las conclusiones son las mismas si utilizamos ASSET4.





Además, el grado de control familiar también afecta a los niveles de Gobierno Corporativo tal y como se refleja en el gráfico 16. Las empresas donde la familia posee más del 60% del capital (categoría 3) son claramente las que tienen niveles de gobierno inferior entre las familiares. Estas diferencias son más acusadas en el caso de Europa.

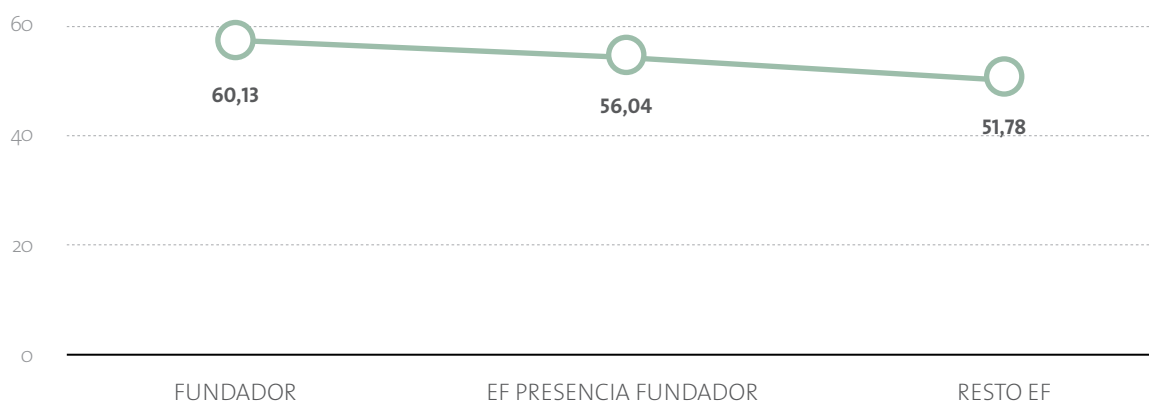


## 2. ¿Influye la presencia del fundador en el Gobierno Corporativo de la EF?

Tal y como se mencionó en los informes Banca March-IE anteriores, existe un gran consenso en el campo de la EF sobre la necesidad de distinguir a las EF en función de la generación en la que se encuentran y en concreto, distinguir entre aquellas EF en las que el fundador está presente de aquellas que ya han superado el relevo generacional. Por este motivo, realizamos a continuación un análisis de los índices de GC comparando empresas en las que el fundador aún está presente con el resto de empresas familiares.

Como se muestra en el gráfico 15b, las empresas familiares más longevas eran las que presentaban peores niveles de GC. Por tanto, es lógico esperar, como confirma el gráfico 17, que las **EF en las que el fundador aún está presente muestren Índices de Gobierno Corporativo superiores aunque estas diferencias no son significativas**. Las diferencias son aún mayores en aquellas empresas en las que no hay ningún familiar en el Consejo aparte del fundador que como se mencionó en el capítulo de descriptivos representan un 17% de la muestra (Gráfico 39).

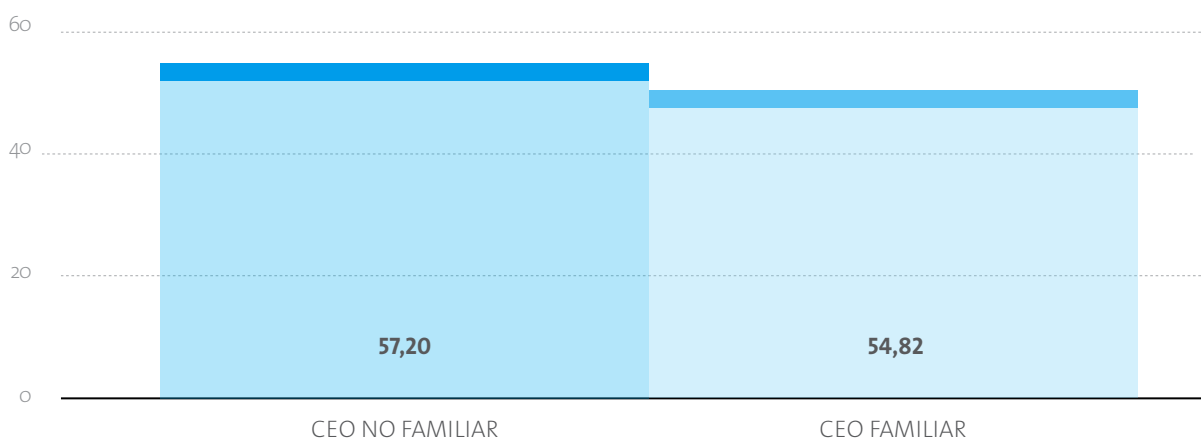
Gráfico 17. Índices de GC en la EF en función de la presencia del fundador



### 3. ¿Influye el hecho que el CEO y/o el Presidente del Consejo sean familiares en el GC de la empresa familiar?

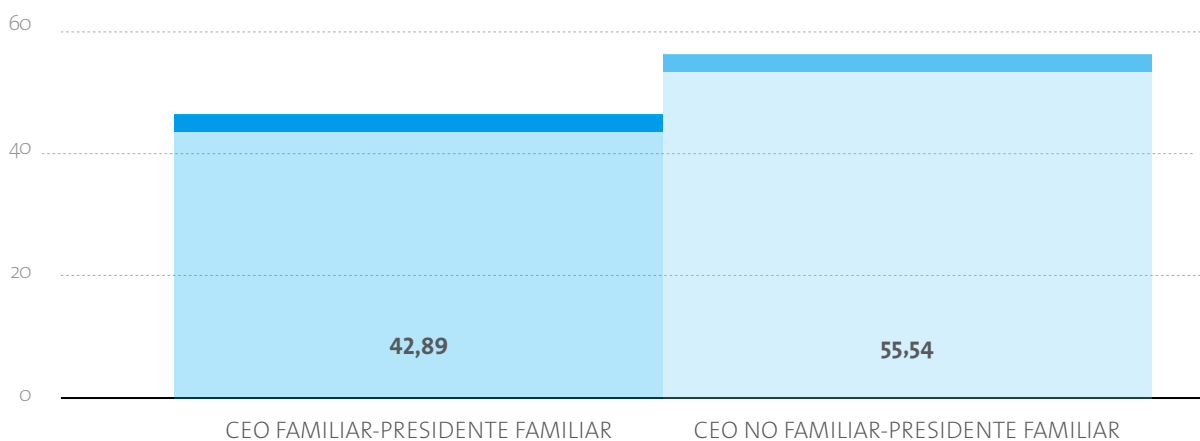
Las EF también difieren en sus modelos de liderazgo. En el caso concreto del estudio tal y como se detalla en el Anexo 2 vimos que mientras que la presencia de un CEO no familiar era común entre las empresas de la muestra (el 45,64% de las EF tenía un CEO no familiar), la mayoría de las EF preferían contar con un Presidente familiar para su Consejo de Administración. Esta decisión influye en su Gobierno Corporativo ya que como indican los gráficos 18a y 18b las EF que optan por modelos de liderazgo familiares presentan índices de Gobierno Corporativo inferiores. Por ejemplo, en el caso del CEO, vemos que las empresas que tienen el CEO familiar presentan niveles más bajos que la empresa con CEO no familiar.

Gráfico 18a. Índice de GC en la EF: CEO familiar vs CEO no familiar



Resulta destacable mencionar que las empresas que cuentan con un Presidente familiar para su Consejo de Administración siendo el CEO no familiar presentan niveles mejores de GC que las empresas donde el CEO es parte de la familia.

Gráfico 18b. Índice de GC en la EF con presidente familiar: CEO familiar vs CEO no familiar

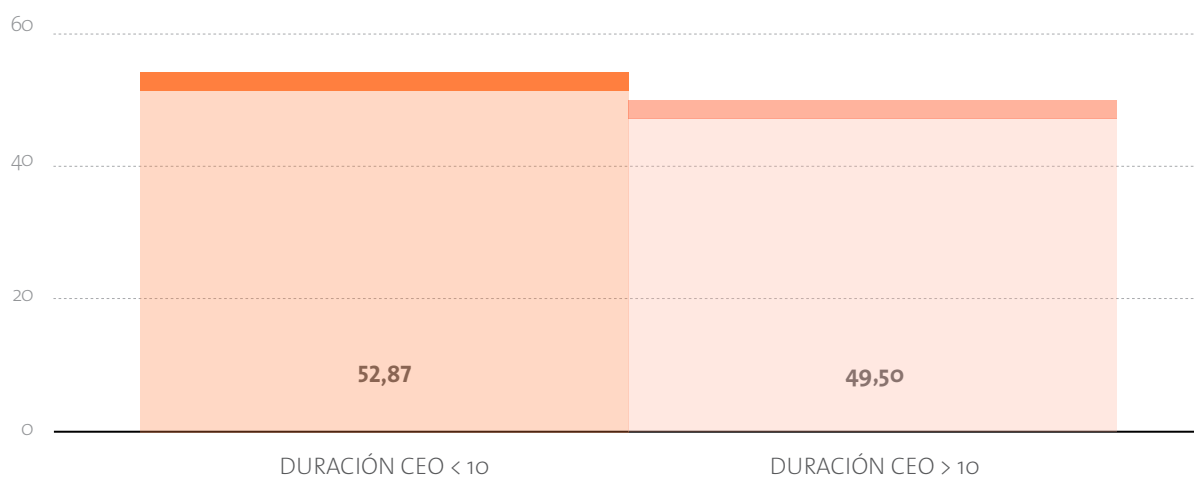




#### 4. ¿Influyen los años de permanencia del CEO en el cargo en el GC de la empresa familiar?

Los datos de la muestra señalan que, dentro del grupo de empresas familiares, la permanencia en el cargo del CEO es mucho más elevada en los casos en los que el CEO pertenece a la familia (14,24 años) que si se trata de un ejecutivo externo (5,11 años). Esta decisión influye en su Gobierno Corporativo ya que como indica el gráfico 19, las EF en las que la permanencia del CEO en el cargo está por encima de la media presentan índices de Gobierno Corporativo inferiores.

Gráfico 19. Índice de GC dependiendo de la duración en el cargo del CEO

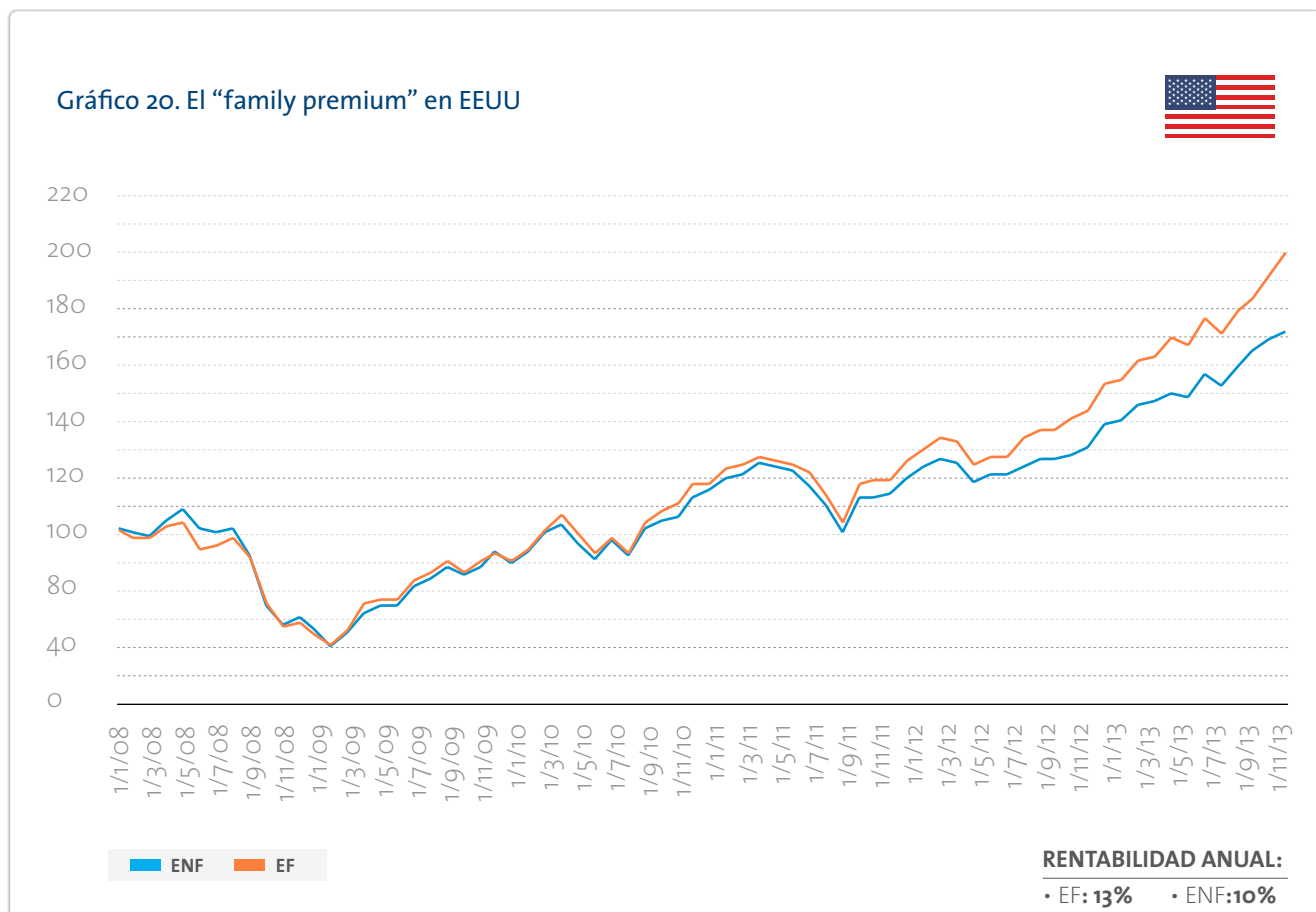


# IV. La relación entre Gobierno Corporativo y rentabilidad en la empresa familiar cotizada

## 1. ¿Se confirma la existencia del “family premium”?

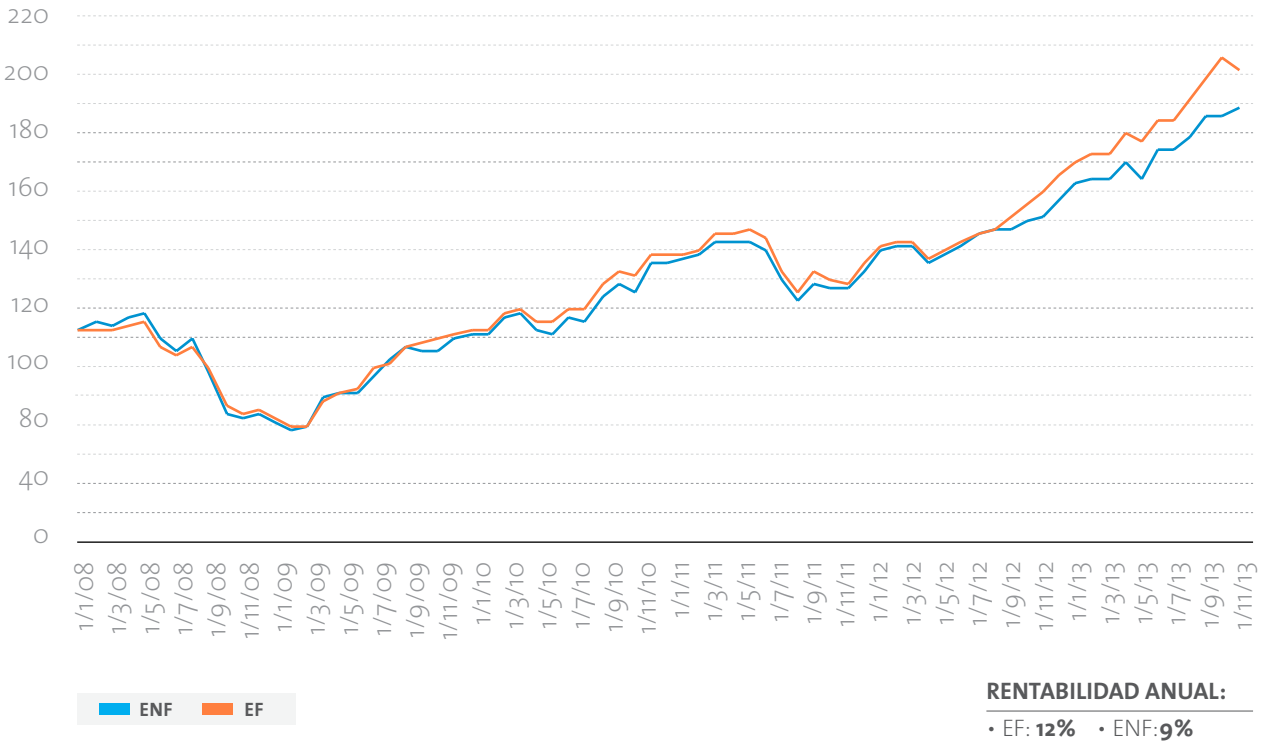
En las ediciones anteriores del Estudio Banca March-IE demostramos la existencia de un “family premium” entre las empresas cotizadas europeas durante los años 2001-2010. Los datos del III Informe confirman la existencia de este family premium utilizando un periodo distinto (2008-2013) y una muestra mayor que incluye también empresas de EEUU. La rentabilidad anual acumulada de las EF fue del 12,8% frente al 10,4% de las ENF<sup>13</sup>.

Los resultados son además consistentes tanto para EEUU como para Europa, aunque el “family premium” es mayor entre las empresas americanas tal y como indican los gráficos 20 y 21.



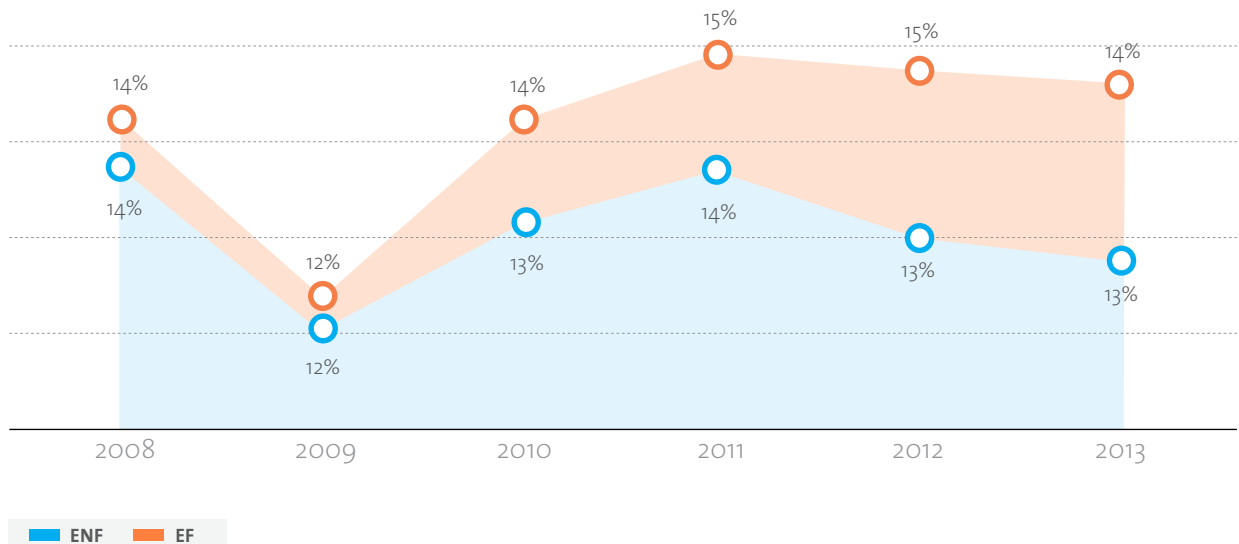
<sup>13</sup> Ver Anexo 3. Definición de las variables utilizadas en el estudio para una explicación de las medidas de rentabilidad empleadas.

Gráfico 21. El “family premium” en Europa



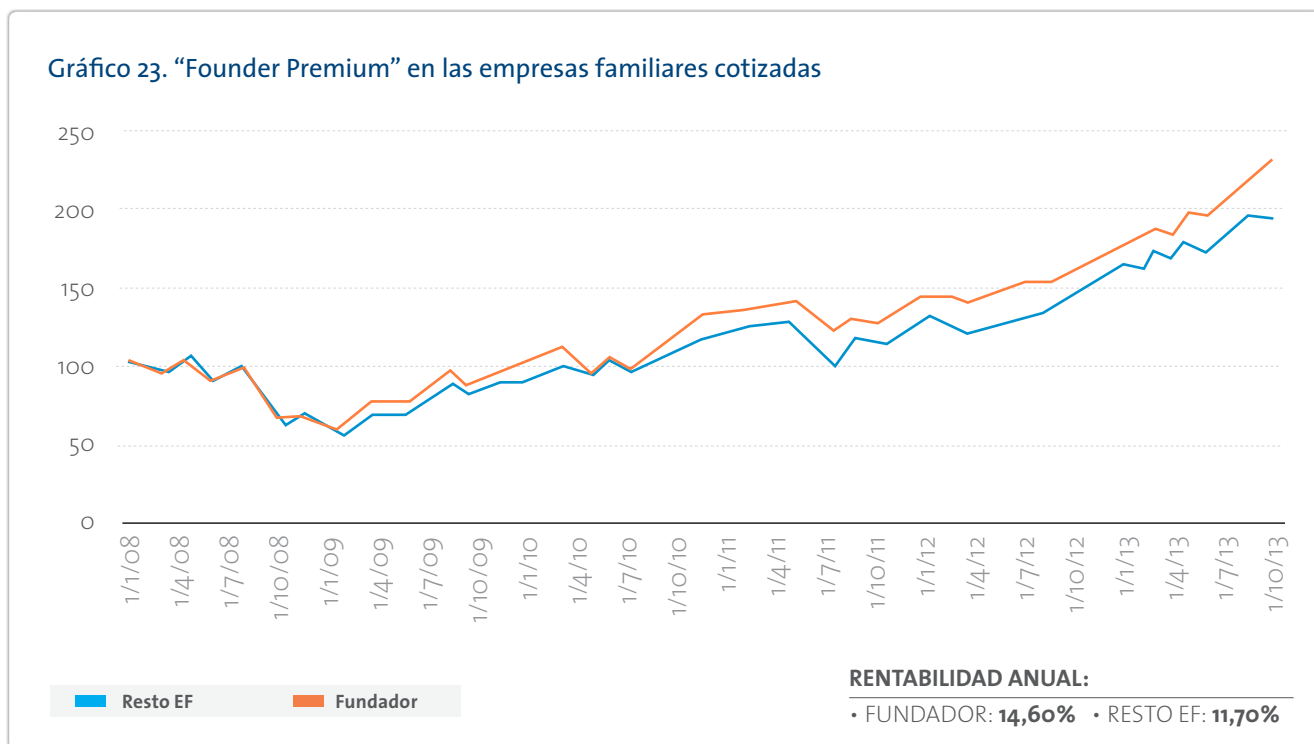
Igualmente, se confirma la mayor capacidad de las EF para generar rentabilidad con sus activos, obteniendo un ROA medio del 14,15% frente al 13,09% de las ENF durante el periodo considerado (2008-2013).

Gráfico 22. Rentabilidad sobre Activos (EF vs ENF). 2008-2011



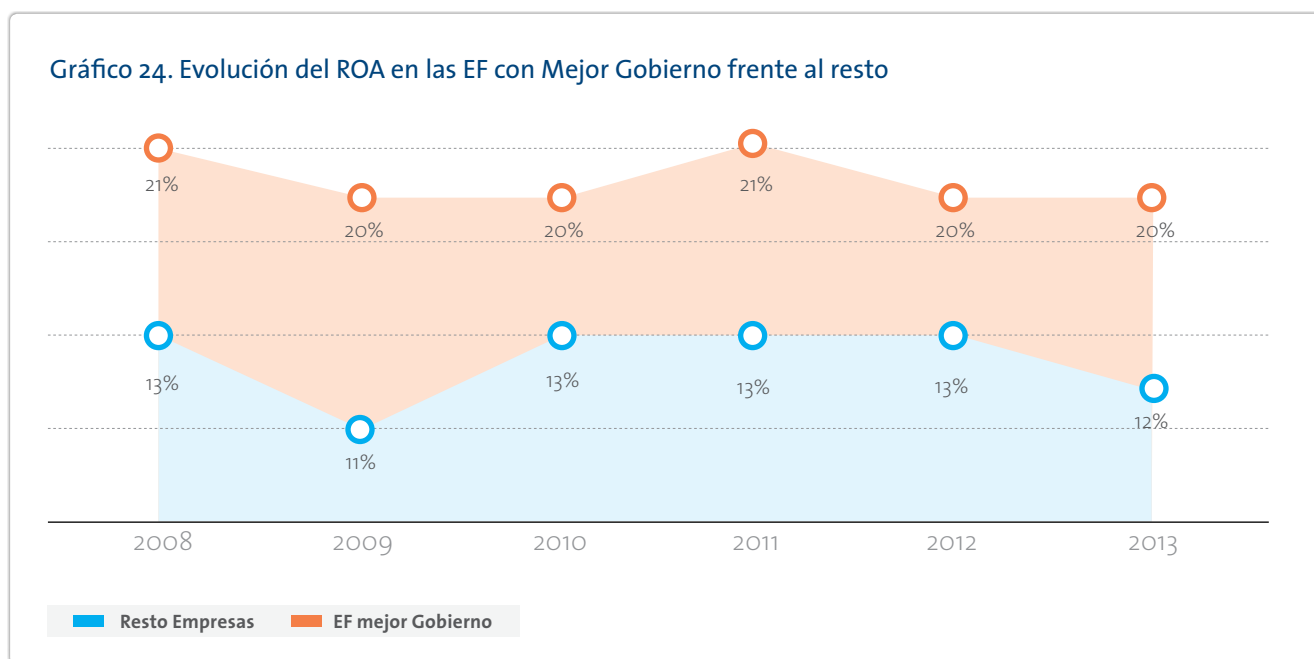


Los datos indican además la existencia de un “founder premium” entre las EF, o lo que es lo mismo, una mayor rentabilidad bursátil en el caso de las EF en las que el fundador está presente frente al resto de EF (14,6% vs 11,7%).

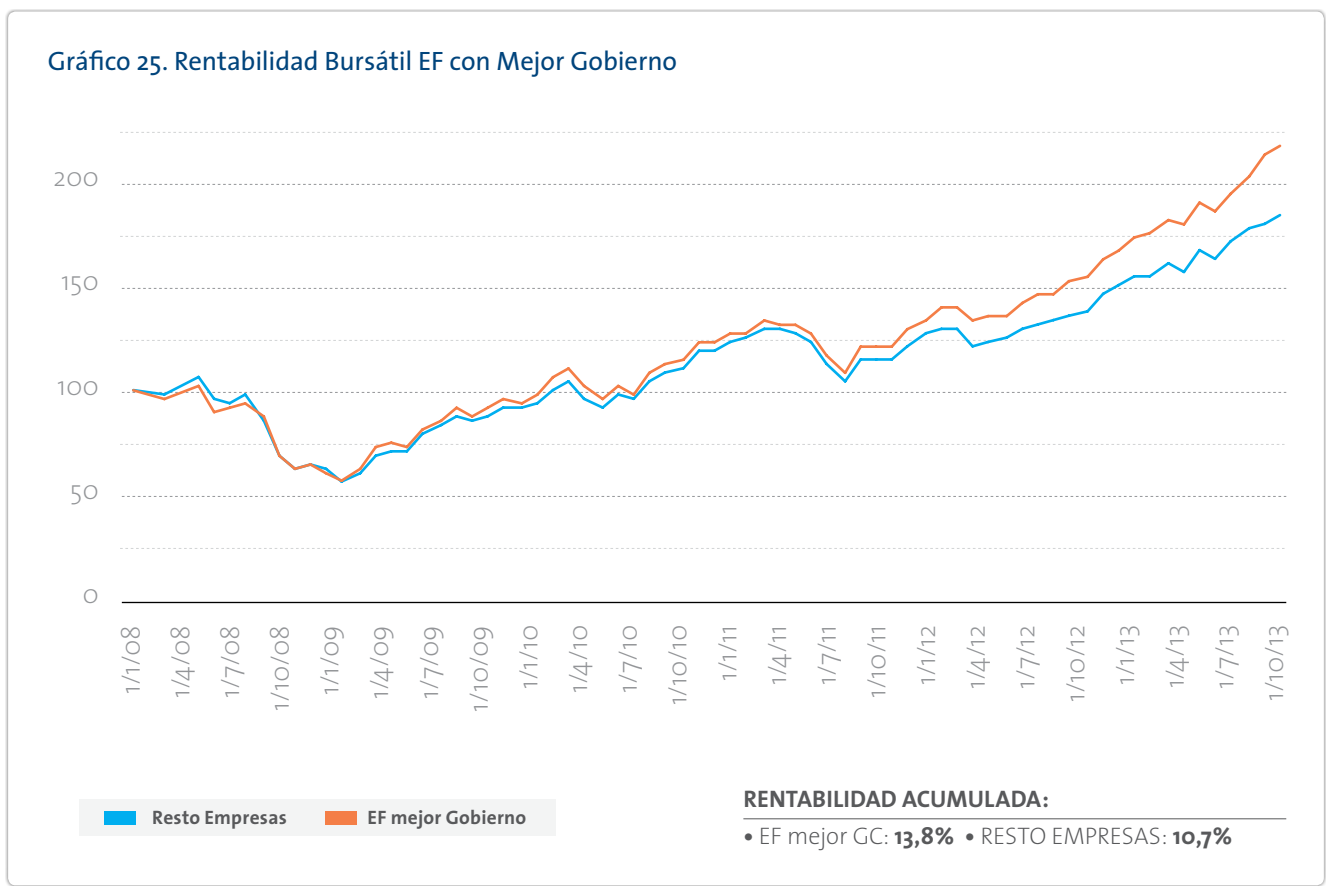


## 2. ¿Son las EF con mejor gobierno más rentables?

El Gráfico 24 indica claramente que las empresas con mejor GC han obtenido un ROA superior a la media en el periodo de estudio. El ROA medio de las EF mejor gobernadas ha sido del 20%, mientras que el resto de las empresas de la muestra obtuvieron un ROA medio del 12%. Este ROA del 20% es además muy superior al ROA medio de las empresas familiares de la muestra que se sitúa en el 14,7% como se mencionó anteriormente.



El análisis de la relación del GC con la Rentabilidad Bursátil también parece indicar que el binomio EF- Buen Gobierno Corporativo es rentable, pues las EF con mejor gobierno obtuvieron una rentabilidad mayor que el resto de empresas de la muestra (13,8% frente al 10,7%). No obstante aquí la relación entre ambas parece más débil, ya que la rentabilidad de las EF con mejor gobierno se sitúa solo un punto por encima de la media de las familiares que como se menciono fue del 12,7%.



Con el fin de validar estadísticamente estos resultados, se realiza a continuación un Análisis de Correlaciones entre las variables que miden la Rentabilidad y los dos Índices de Gobierno Corporativo. Tal y como se muestra en la Tabla 7, el análisis confirma la existencia de una relación positiva y estadísticamente significativa entre los dos Índices de GC y el ROA de las empresas cotizadas. Esta relación no es sin embargo consistente en el caso de la rentabilidad bursátil, donde los resultados varían en función del indicador empleado así como de la dimensión familiar de la empresa.

**Tabla 7. Análisis de Correlaciones. Índice de GC- Rentabilidad**

ASSET 4	ROA	RENTABILIDAD
EF	0,11 ***	0,6 **
ENF	0,06 ***	N.S

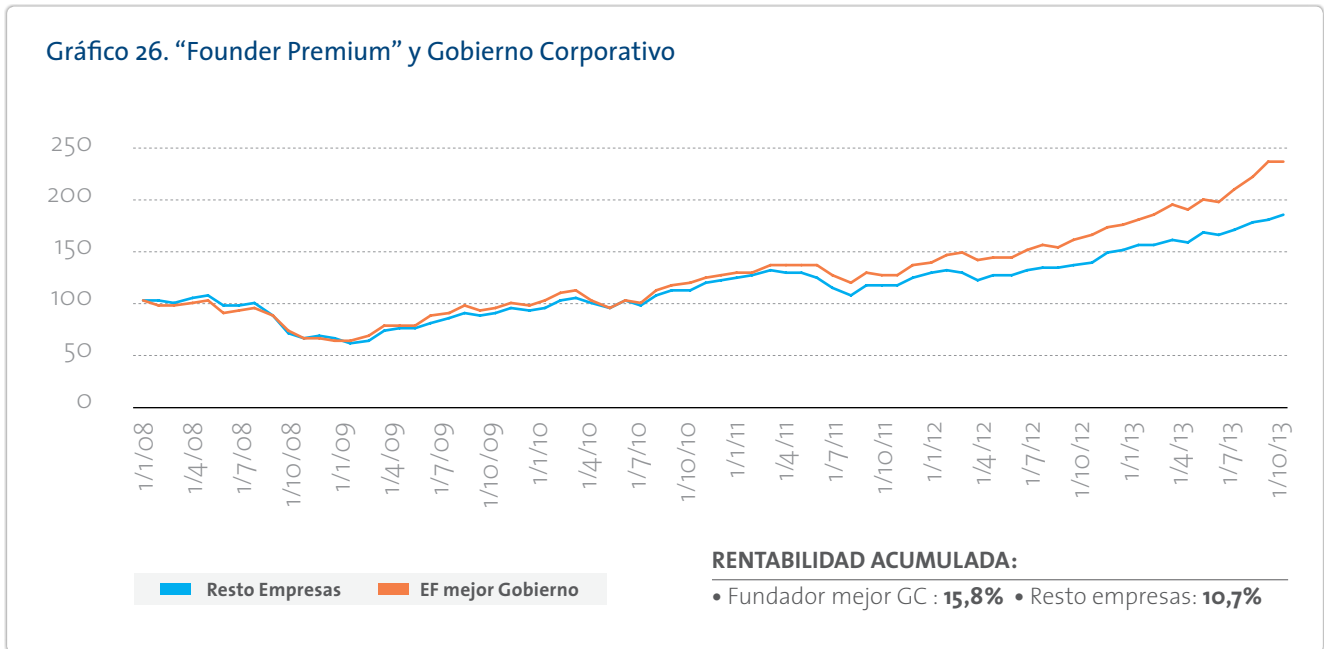
  

CSRHUB	ROA	RENTABILIDAD
EF	0,06 **	N.S
ENF	0,08 ***	N.S

**N.S No significativo**  
**\*\* Estadísticamente significativo al 5%**  
**\*\*\* Estadísticamente significativo al 1%**

De igual forma, se demuestra que el Buen Gobierno Corporativo contribuye a aumentar el “founder premium” ya que las empresas de fundador con mejores valores en el Índice de GC ASSET 4 han obtenido una rentabilidad 5,6 puntos básicos por encima del resto de las empresas de la muestra. (15,8% vs 10,7%).



### 3. ¿Qué dimensiones del GC son las que más influyen en la rentabilidad de la EF?

Dado el carácter multidimensional de los Índices de Gobierno Corporativo empleados en el informe, es necesario el análisis de la relación de cada una de sus dimensiones con la Rentabilidad con el fin de obtener conclusiones válidas sobre hacia dónde debe dirigir la EF sus esfuerzos en términos de Gobierno Corporativo. Por este motivo, realizamos el análisis de correlaciones desglosando cada Índice de CG en sus distintas dimensiones (Tabla 8).

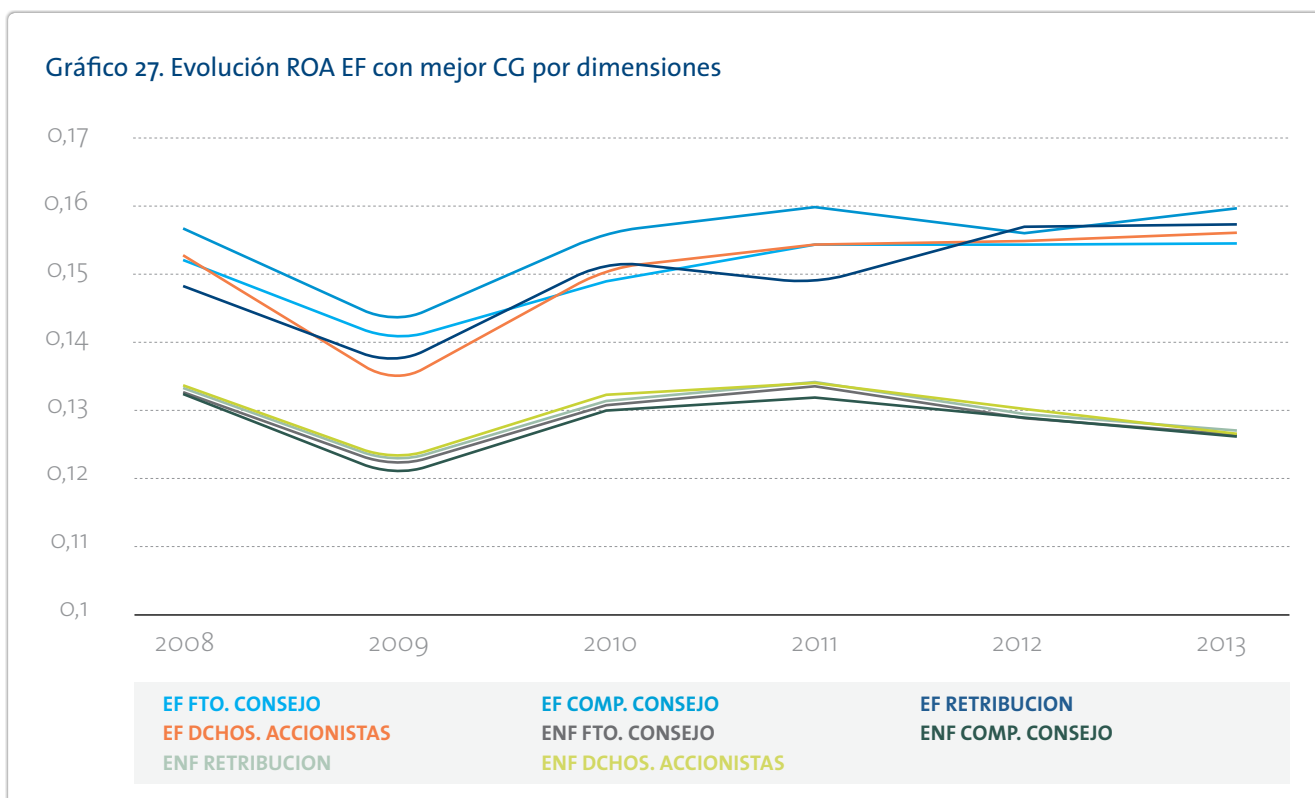
**Tabla 8. Correlaciones Dimensiones GC - Rentabilidad.**

	ROA		RENTABILIDAD BURSÁTIL	
	EF	ENF	EF	ENF
Funcionamiento Consejo	0,09 ***	0,11 ***	0,1 ***	N.S
Composición del Consejo	0,18 ***	0,14 ***	0,07 **	0,03 *
Retribución	0,13 ***	N.S	N.S	N.S
Derechos Accionistas	0,08 **	0,07 ***	N.S	N.S

N.S: No significativo    \*\* Estadísticamente significativo al 5%    \*\*\* Estadísticamente significativo al 1%

De los resultados de dicha tabla se obtienen las siguientes conclusiones:

- Existe una relación positiva entre el ROA y cada una de las dimensiones que contribuyen al GC tanto para las EF como para las ENF (salvo el caso de las políticas de retribución para el caso de las ENF que no es significativa). La relación más fuerte (el coeficiente de correlación mayor) se da en aquella dimensión que mide la Estructura y Composición del Consejo. Esto implicaría que variables como la presencia de independientes, y la existencia de Comités contribuyen a aumentar la rentabilidad de la EF cotizada.
- El Gráfico 27 en el que se compara el ROA de las EF con mejores valores en cada uno de los índices frente al del resto de empresas de la muestra señala que efectivamente las EF con mejores valores en las distintas dimensiones han obtenido un mejor ROA a lo largo del periodo, siendo el ROA mayor entre aquellas EF que presentan mayores valores en la dimensión referida a la composición del Consejo.



- De nuevo, la relación entre Buen Gobierno Corporativo y resultados es mucho menos concluyente para el caso de la Rentabilidad Bursátil. En el caso de las EF se confirma la relación positiva entre la adopción de las prácticas de GC en relación a la composición y funcionamiento del CA y la rentabilidad bursátil de la empresa. Por el contrario, los resultados parecen señalar que aunque la protección de los derechos de los accionistas minoritarios es claramente inferior en las EF, esto no parece afectar de forma negativa a su rentabilidad bursátil.

## 4. ¿Cumplir con las recomendaciones de Buen Gobierno mejora la rentabilidad de la EF? ?

El análisis de correlaciones de la Tabla 9 indica que el porcentaje de independientes se relaciona con una mayor capacidad de la empresa, tanto familiar como no familiar, para generar valor con sus activos, es decir con un mayor ROA. Por el contrario, en el caso de las EF una mayor presencia de Consejeros no Ejecutivos disminuye esta rentabilidad, como indica el coeficiente de correlación negativo entre ambas variables.

**Tabla 9. Correlación entre el porcentaje de C.Independientes y No Ejecutivos y el ROA**

	ROA	
	EF	ENF
C. independientes	0,0839 ***	0,1217 ***
Consejeros no ejecutivos	- 0,1079 ***	0,0278

\*\*\* Estadísticamente significativo al 1%

En relación al uso de mecanismos para limitar la toma de control, los resultados de la Tabla 10 señalan que éstos tienen un impacto mucho mayor en las ENF que en las EF.

Tal y como muestra la tabla 10 la existencia de una política para garantizar la aplicación del **principio de “una acción-un voto”** impacta positiva y significativamente en el ROA de ambos tipos de empresas que sí han implantado este principio. En cuanto al resto de políticas, su impacto sólo es estadísticamente significativo para la ENF. La igualdad de voto supone un aumento del ROA en las ENF que lo implantan y el derecho de veto y las acciones duales suponen una disminución significativa del ROA de las ENF que lo llevan a cabo.

**Tabla 10. Impacto de mecanismos de control en EF y ENF en el ROA**

	EF		ENF	
	SI	NO	SI	NO
Principio de 1 acción-1 voto	0,14 **	0,13 **	0,13 **	0,12 **
Igualdad de voto	0,14	0,14	0,13 **	0,12 **
Dcho. de veto del accionista mayor	0,14	0,14	0,09 **	0,13 **
Acciones duales clase A/B	0,14	0,14	0,11 **	0,13 **

\*\* Estadísticamente significativo al 5%

# V. ¿Cuáles son las empresas familiares con mejor gobierno?

En este capítulo final, identificamos aquellas empresas que presentan mejores valores en los ranking de GC, tratando de identificar cuáles son las mejores prácticas que las EF deben adoptar para mejorar sus sistemas de control y transparencia, políticas de retribución, protección de los accionistas minoritarios y funcionamiento y composición de sus Consejos de Administración.

Dado que el análisis realizado ha mostrado la existencia de importantes diferencias entre las empresas cotizadas de EEUU y Europa, así como entre las empresas familiares de fundador frente a las típicamente familiares, a lo largo del capítulo presentamos las EF con mejores posiciones en los índices distinguiendo según zona geográfica (EEUU vs EUROPA) así como en función del “tipo” de empresa familiar (FUNDADOR vs EMPRESA FAMILIAR). Adicionalmente, al igual que venimos haciendo a lo largo de todo el Informe presentamos el ranking de las empresas según los dos índices utilizados.

## 1. Empresas de Fundador con Mejor Gobierno Corporativo

Tabla 11. Índice CSRHUB. Top 5 Empresas de Fundador EEUU y Europa





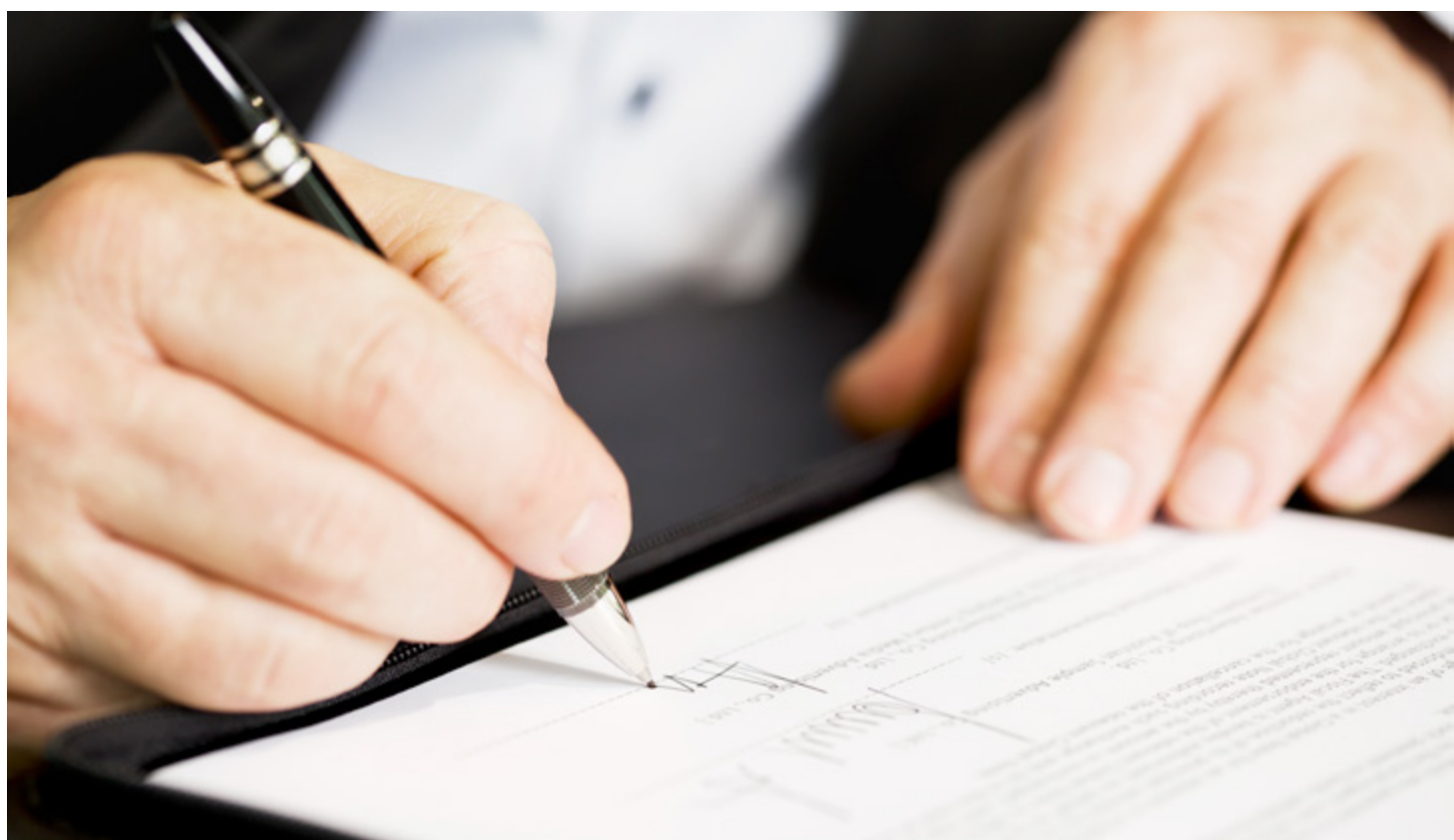
RANKING	PAÍS	EMPRESA	ÍNDICE	R.BURSÁTIL	ROA
1	EEUU	EBAY INC	66,70	12,62%	13,41%
2	EEUU	MICROSOFT CORP	66,09	4,86%	28,39%
3	EEUU	STARBUCKS CORP	63,35	8,12%	26%
4	EEUU	AMERICAN AXLE & MFG HOLDINGS	61,76	4,86%	10,66%
5	EEUU	FEDEX CORP	60,21	28,75%	17,04%
		<b>Media Top 5 EEUU</b>	<b>64,02</b>	<b>11,84%</b>	<b>19,10%</b>
		<b>Media fundador EEUU</b>	<b>57,27</b>	<b>10,84%</b>	<b>11,63%</b>
		<b>Media muestra EEUU</b>	<b>53,38</b>	<b>11,21%</b>	<b>10,78%</b>
1	REINO UNIDO	COMPUTACENTER PLC	65,33	30,28%	9,81%
2	REINO UNIDO	TED BAKER PLC	60,79	30,97%	25,97%
3	ESPAÑA	IND DE DISEÑO TEXTIL SA	59,83	26,23%	29,27%
4	ALEMANIA	SOLARWORLD AG	55,32	0,23%	-0,04%
5	ALEMANIA	SOFTWARE AG	55,19	10,82%	16,40%
		<b>Media Top 5 Europa</b>	<b>59,29</b>	<b>19,71%</b>	<b>16,28%</b>
		<b>Media fundador Europa</b>	<b>49,55</b>	<b>14,71%</b>	<b>11,34%</b>
		<b>Media muestra Europa</b>	<b>49,19</b>	<b>8,20%</b>	<b>8,92%</b>

Tabla 12. Índice ASSET4. Top 5 Empresas de Fundador EEUU y Europa

RANKING	PAÍS	EMPRESA	ÍNDICE	R.BURSÁTIL	ROA	
1	EEUU	MICROSOFT CORP	87,51	4,86%	28,39%	
2	EEUU	STARBUCKS CORP	87,36	28,75%	26%	
3	EEUU	FEDEX CORP	86,76	8,12%	17,04%	
4	EEUU	BROADCOM CORP	73,23	5,84%	11,80%	
5	EEUU	ORACLE CORP	72,27	10,22%	20,95%	
			<b>Media Top 5 EEUU</b>	<b>81,43</b>	<b>11,56%</b>	<b>20,83%</b>
			<b>Media fundador EEUU</b>	<b>66,66</b>	<b>10,84%</b>	<b>11,63%</b>
			<b>Media muestra EEUU</b>	<b>64,69</b>	<b>11,21%</b>	<b>10,78%</b>
1	REINO UNIDO	COMPUTACENTER PLC	62,95	30,28%	9,81%	
2	REINO UNIDO	RENISHAW PLC	61,21	23,09%	20,74%	
3	REINO UNIDO	WETHERSPOON (JD) PLC	58,19	17,25%	15,53%	
4	ESPAÑA	IND DE DISEÑO TEXTIL SA	54,66	26,23%	29,27%	
5	ALEMANIA	SOLARWORLD AG	40,86	0,23%	-0,04%	
			<b>Media Top 5 Europa</b>	<b>55,58</b>	<b>19,42%</b>	<b>15,06%</b>
			<b>Media fundador Europa</b>	<b>46,46</b>	<b>14,71%</b>	<b>11,34%</b>
			<b>Media muestra Europa</b>	<b>44,03</b>	<b>8,20%</b>	<b>8,92%</b>



## 2. ‘Ranking’ de las 15 empresas familiares con mejores Índices de GCs.

Tabla 13a. Índice CSRHUB. Top 15 Empresas Familiares en EEUU


RANKING	PAÍS	EMPRESA	ÍNDICE	R.BURSÁTIL	ROA
1	EEUU	SWIFT TRANSPORTATION CO	74,50	10,80%	18,33%
2	EEUU	GAP INC	69,20	14,86%	30,53%
3	EEUU	CAMPBELL SOUP CO	68,37	8,65%	23,55%
4	EEUU	ANIXTER INTL INC	67,76	7,65%	12,41%
5	EEUU	INGRAM MICRO INC	67,66	4,69%	5,66%
6	EEUU	ANDERSONS INC	66,01	13,22%	7,32%
7	EEUU	SKYWEST INC	64,16	-5,88%	9,65%
8	EEUU	RELIANCE STEEL & ALUMINUM CO	63,64	8,24%	12,31%
9	EEUU	TIMKEN CO	63,46	12,86%	16,39%
10	EEUU	HESS CORP	62,44	-0,77%	17,49%
11	EEUU	HORMEL FOODS CORP	61,72	17,39%	18,56%
12	EEUU	SUSSER HOLDINGS CORP	61,26	18,10%	12,33%
13	EEUU	LINCOLN ELECTRIC HLDGS INC	61,03	17,15%	18,01%
14	EEUU	LENNOX INTERNATIONAL	60,25	16,66%	21,54%
15	EEUU	NORDSTROM INC	59,87	10,60%	21,93%
		<b>Media Top 15 EEUU</b>	<b>64,75</b>	<b>10,28%</b>	<b>16,40%</b>
		<b>Media Total Empresas Familiares EEUU</b>	<b>52,79</b>	<b>10,28%</b>	<b>13,62%</b>
		<b>Media Total Muestra EEUU</b>	<b>57,25</b>	<b>7,94%</b>	<b>13,32%</b>

Tabla 13b. Índice CSRHUB. Top 15 Empresas Familiares en Europa


RANKING	PAÍS	EMPRESA	ÍNDICE	R.BURSÁTIL	ROA
1	ALEMANIA	CARL ZEISS MEDITEC AG	83,19	18,04%	11,09%
2	ALEMANIA	CTS EVENTIM AG & CO KGAA	79,91	20,18%	14,61%
3	ITALIA	PIRELLI & CO	69,91	15,26%	10,80%
4	ESPAÑA	MELIA HOTELS INTL SA	68,17	0,38%	7,45%
5	REINO UNIDO	PHOTO-ME INTERNATIONAL PLC	64,63	37,17%	24,65%
6	SUIZA	HOLCIM LTD	63,86	-4,10%	10,07%
7	ALEMANIA	DUERR AG	63,60	38,83%	7,58%
8	REINO UNIDO	LAURA ASHLEY HOLDINGS PLC	63,58	10,38%	15,66%
9	REINO UNIDO	STAGECOACH GROUP PLC	63,36	10,39%	17,54%
10	ESPAÑA	PROSEGUR (CIA DE SEGURIDAD)	62,42	15,46%	17,13%
11	REINO UNIDO	CAPITAL SHOPPING CENTRES GROUP	62,10	-10,32%	%
12	ALEMANIA	WEBER (GERRY) INTERNATNL AG	62	24,21%	26,57%
13	REINO UNIDO	ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	61,79	21,49%	12,84%
14	ESPAÑA	ACCIONA SA	60,64	-18,07%	6,52%
15	FRANCIA	L'OREAL SA	60,44	9,13%	15,02%
		<b>Media Top 15 Europa</b>	<b>65,97</b>	<b>12,56%</b>	<b>14,11%</b>
		<b>Media Total Empresas Familiares Europa</b>	<b>50,89</b>	<b>7,92%</b>	<b>12,54%</b>
		<b>Media Total Muestra Europa</b>	<b>56,86</b>	<b>7,46%</b>	<b>11,54%</b>



Tabla 14a. Índice ASSET4. Top 15 Empresas Familiares en EEUU


RANKING	PAÍS	EMPRESA	ÍNDICE	R.BURSÁTIL	ROA
1	EEUU	HORMEL FOODS	83,55	17,39%	18,56%
2	EEUU	GAP INC	82,26	14,86%	30,53%
3	EEUU	CAMPBELL SOUP CO	81,66	8,65%	23,55%
4	EEUU	WAL MART STORES INC	80,00	10,06%	16,64%
5	EEUU	MOHAWK INDUSTRIES INC	79,77	10,93%	10,08%
6	EEUU	KELLOGG CO	78,94	7,38%	20,55%
7	EEUU	MARRIOTT CORP	77,47	7,82%	14,32%
8	EEUU	HUNTSMAN CORPORATION	77,27	4,33%	10,77%
9	EEUU	SCOTTS MIRACLE-GRO	76,14	9,30%	18,24%
10	EEUU	GRAINGER (W W) INC	75,51	23,67%	25,97%
11	EEUU	STEELCASE INC	75,11	4,47%	10,51%
12	EEUU	BROWN-FORMAN-CL B	74,99	18,38%	23,08%
13	EEUU	FORD MOTOR CO	74,20	15,94%	8,33%
14	EEUU	CINTAS CORP	74,04	12,74%	16,39%
15	EEUU	MCCORMICK & CO INC	72,28	15,45%	16,19%
		<b>Media Top 5 EEUU</b>	<b>77,55</b>	<b>12,09%</b>	<b>17,58%</b>
		<b>Media Total Empresas Familiares EEUU</b>	<b>65,31</b>	<b>11,20%</b>	<b>15,25%</b>
		<b>Media Total Muestra EEUU</b>	<b>69,70</b>	<b>8,28%</b>	<b>14,49%</b>

Tabla 14b. Índice ASSET4. Top 15 Empresas Familiares en Europa


RANKING	PAÍS	EMPRESA	ÍNDICE	R.BURSÁTIL	ROA
1	SUIZA	HOLCIM LTD.	78	-4,10%	10,07%
2	REINO UNIDO	STAGECOACH GROUP PLC	72,86	10,39%	17,54%
3	REINO UNIDO	ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	69,65	21,49%	12,84%
4	FRANCIA	BOURBON	68,72	-3,53%	8,86%
5	REINO UNIDO	EASYJET PLC	68,58	22,70%	7,77%
6	ESPAÑA	ACCIONA S.A.	68,51	-18,07%	6,52%
7	ITALIA	PIRELLI & C. S.P.A.	67,34	15,26%	10,80%
8	FRANCIA	L'OREAL SA	66,70	9,13%	15,02%
9	FRANCIA	FONCIERE DES REGIONS (G.F.R.)	64,95	2,24%	3,29%
10	REINO UNIDO	CARPETRIGHT PLC	62,64	-5,28%	10,33%
11	ITALIA	MEDIASET SPA	61,87	-2,61%	10,20%
12	FRANCIA	CASINO GUICHARD-PERRACHON SA	60,39	7,15%	7,47%
13	FRANCIA	BIC SOCIETE	59,84	17,74%	18,82%
14	FRANCIA	PEUGEOT S.A.	59,44	-21,38%	3,98%
15	REINO UNIDO	DAILY MAIL AND GENERAL TRUST P L C	59,16	14,62%	14,24%
		<b>Media Top 15 Europa</b>	<b>65,91</b>	<b>4,38%</b>	<b>10,52%</b>
		<b>Media Total Empresas Familiares Europa</b>	<b>46,36</b>	<b>8,21%</b>	<b>12,59%</b>
		<b>Media Total Muestra Europa</b>	<b>59,99</b>	<b>7,13%</b>	<b>11,80%</b>



Tabla 15. Empresas con Mejor Gobierno Corporativo por Dimensiones



EMPRESA	FTO. CONSEJO
LOEWS CORP	89,22
FEDEX CORP	89,51
<b>MEDIA EEUU</b>	<b>66,91</b>
HOLCIM	83,04
PIRELLI	88,02
<b>MEDIA EUROPA</b>	<b>37,30</b>



EMPRESA	COMP. CONSEJO
PAYCHEX INC	89,64
NORDSTROM INC	88,81
<b>MEDIA EEUU</b>	<b>63,30</b>
FIAT SPA	84,56
LUXOTTICA	82,62
<b>MEDIA EUROPA</b>	<b>58,35</b>



EMPRESA	RETRIBUCIÓN
STARBUCKS	87,08
BROADCOM	85,99
<b>MEDIA EEUU</b>	<b>62,73</b>
ASSOCIATED BRITISH FOODS	85,10
THYSSENKRUPP AG	83,23
<b>MEDIA EUROPA</b>	<b>61,12</b>



EMPRESA	DCHOS. ACCIONISTAS
BERKSHIRE HATHAWAY	92,85
CAMPBELL SOUP CO	92,70
<b>MEDIA EEUU</b>	<b>57,02</b>
PIRELLI	93,46
HOLCIM	86,11
<b>MEDIA EUROPA</b>	<b>55,55</b>



EMPRESA	TRANSPARENCIA
SWIFT TRANSP.	73,09
ANIXTER	70,90
<b>MEDIA EEUU</b>	<b>51,30</b>
CARL ZEISS	79,52
PIRELLI	73,58
<b>MEDIA EUROPA</b>	<b>51,76</b>

### 3. Las empresas con mejor Gobierno Corporativo en la muestra del III Informe Banca March-IE

Finalmente realizamos también un ranking de aquellas empresas que aparecen de forma consistente entre las mejores en ambos índices, entendiendo que éstas son las EF que mejor lo hacen en materia de Gobierno. Por este motivo, realizamos un análisis más cualitativo de estas empresas, tratando de identificar cuáles son los factores diferenciales que hacen que estas empresas sean un modelo a imitar por el resto de las EF cotizadas.

Tabla 16a. Las Empresas de Fundador con Mejor GC



EEUU



MICROSOFT

Empresa de origen estadounidense fundada el 4 de abril de 1975 por Bill Gates. Microsoft desarrolla, fabrica, licencia y produce software y equipos electrónicos. Bill Gates es el Presidente del Consejo de Administración. Satya Nadella es el Director Ejecutivo de la compañía desde febrero de 2014. El Consejo de Administración de Microsoft está compuesto por 10 miembros, de los cuales 8 son independientes y 2 son mujeres. El Consejo está integrado por cuatro comités: auditoría, remuneración, gobierno y regulatorio.



STARBUCKS

Empresa estadounidense fundada en 1971 por Jerry Baldwin, Zev Siegel y Gordon Bowker. Starbucks vende café elaborado, bebidas calientes, y otras bebidas, además de bocadillos y algunos otros productos tales como tazas y granos de café. Howard Schultz es el Director Ejecutivo de la compañía y el Presidente del Consejo de Administración. El Consejo de Administración de Starbucks está compuesto por 12 miembros: 11 son independientes y hay 2 mujeres. El Consejo está integrado por 3 comités: auditoría, remuneración y Gobierno Corporativo.



REINO UNIDO



COMPUTACENTER

Compañía británica que proporciona servicios informáticos. Computacenter fue fundada en 1981 por Philip Hulme y Peter Ogde. Actualmente su Director Ejecutivo es Mike Norris. El Consejo de Administración está compuesto por 8 miembros: 6 son independientes y hay una mujer. El Consejo está integrado por tres comités: auditoría, remuneración y nombramientos.



ESPAÑA

**INDITEX**

INDITEX

INDITEX es un grupo multinacional español de fabricación y distribución textil. La empresa fue fundada por Amancio Ortega en el año 1963. El Consejo de Administración de Inditex está compuesto por 9 miembros, de los cuales 5 son Consejeros independientes externos y 2 son mujeres. El Consejo está compuesto por 3 comisiones: auditoría, nombramientos y ejecutiva. El Director Ejecutivo de Inditex es desde 2011 Pablo Isla.

Tabla 16b. Las EF con Mejor GC



EEUU



**HORMEL FOODS**

Empresa estadounidense fundada en 1891 por George A. Hormel. Hormel Foods es una compañía de alimentación muy conocida por la producción de carne en lata. La familia Hormel posee alrededor del 50 % de los derechos de voto. Ningún miembro de la familia forma parte del Consejo de Administración. El Director Ejecutivo realiza las funciones de Presidente del Consejo y no pertenece a la familia. El Consejo de Administración de Hormel está compuesto por 14 miembros, de los cuales 12 son independientes. El 33% de sus Consejeros son mujeres. Este Consejo está formado por tres comités: auditoría, gobierno y retribución. En Hormel foods se aplica el principio de que una acción equivale a un voto. Jeffrey M Ettinger es el Director Ejecutivo de la compañía (2005) y el Presidente del Consejo desde 2006.



**GAP INC**

Empresa fundada en 1969 por Donald Fisher y Doris Fisher en California. La compañía se dedica a la comercialización de ropa, accesorios y productos de cuidado personal para hombres, mujeres y niños. La familia Fisher posee el 40 % de los derechos de voto. El 20% de los integrantes del Consejo de Administración son familiares. El Director Ejecutivo, Mickey Drexler, entró nuevo en febrero de este año tras la salida de su anterior director Glenn K. Murphy. El Consejo de Administración de Gap está integrado por diez miembros de los que nueve son independientes y el 20% son mujeres. El Consejo de Gap está compuesto por tres comités: auditoría, remuneración y gestión, y gobierno y sostenibilidad.



SUIZA



**HOLCIM LTD**

Empresa suiza fundada en 1912. Se dedica al suministro de cementos, árido, hormigón premezclado y combustibles alternativos. En el Consejo de Administración de Holcim todos sus miembros son independientes conforme al Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo suizo. En Holcim se aplica el principio de que una acción equivale a un voto. El Consejo se compone de los siguientes comités: auditoría, retribución, gobierno y estrategia, y ejecutivo. Bernard Fontana es el Director Ejecutivo de la compañía desde febrero de 2012.



REINO UNIDO



**STAGECOACH GROUP**

Empresa fundada en 1980 por Brian Souter y Ann Gloag. Es una compañía proveedora de transporte público en Reino Unido, Europa continental y América del Norte. El Consejo de Administración de Stagecoach Group está integrado por nueve miembros, de los cuales cinco son independientes y dos son mujeres. El Consejo está compuesto por cuatro comités: auditoría, remuneración, nombramientos, y salud, seguridad y sostenibilidad. Martin A. Griffiths es el Director Ejecutivo de la empresa desde agosto de 2012.



#### CAMPBELL SOUP

Empresa estadounidense fundada en 1968 por Joseph Campbell y Abraham Anderson. Se dedica a la fabricación de sopas, comidas sencillas, bocadillos y bebidas saludables. La familia Campbell cuenta con el 50 % de los derechos de voto. El 27 % de los integrantes del Consejo de Administración son familia. El Director Ejecutivo Denise M. Morrison lleva desde 2011 en el cargo. El Consejo de Administración de Campbells está integrado por quince miembros independientes, de los cuales el 33% son mujeres. El Consejo está compuesto por cuatro comités: auditoría, retribución y organización, finanzas y desarrollo corporativo y gobierno. En Campbells se aplica el principio de que una acción equivale a un voto.



REINO UNIDO

**Associated  
British Foods  
plc**

#### ASSOCIATED BRITISH FOODS

Empresa inglesa fundada en 1935 por George G. Weston. Es una compañía que se dedica al procesamiento de alimentos y a la venta al por menor. El Consejo de Administración de Associated British Foods está compuesto por nueve miembros, de los cuales cinco son independientes y dos son mujeres. El Consejo está integrado por tres comités: auditoría, remuneración y nombramientos. George G. Weston es el Director Ejecutivo de la compañía.



ESPAÑA

 **acciona**

#### ACCIONA S.A.

Empresa española fundada en 1997 como resultado de la fusión de Entrecanales y Távora con Cubiertas y Mzov. La compañía se dedica la promoción y gestión de infraestructuras, energías renovables, agua y servicios. El Consejo de Administración de Acciona está integrado por trece Consejeros, de los que siete son independientes. El Consejo está integrado por el Comité de Auditoría, la Comisión de nombramientos y retribuciones y la Comisión de sostenibilidad. En Acciona se aplica el principio de que una acción equivale a un voto. José Manuel Entrecanales Domecq es el Director Ejecutivo de la compañía desde 2004.





## VI. Conclusiones

- Los resultados del III Informe Banca March-IE demuestran que las empresas familiares cumplen en menor medida las recomendaciones de Buen Gobierno recogidas en los Códigos de Gobierno de las empresas cotizadas. El hecho de obtener los mismos resultados utilizando dos Índices de Gobierno Corporativo ampliamente reconocidos refuerza la validez de esta conclusión.

Los análisis realizados muestran la superioridad del modelo de GC anglosajón frente al continental en lo que al cumplimiento de las prácticas de Buen Gobierno se refiere. Las empresas familiares de EEUU y de Reino Unido siguen estando un paso por detrás en materia de Gobierno que las no familiares, pero su situación es mucho mejor que sus comparables en el resto de los países de Europa incluidos en la muestra.

A pesar de que los resultados obtenidos sugieren que las empresas familiares europeas avanzan en la dirección correcta, aún les queda un largo camino por recorrer para reducir esta enorme brecha en materia de GC. Es cierto que parte de esta brecha vendría explicada por las diferencias en la estructura de propiedad de las empresas cotizadas en ambos modelos; pero también lo es que en un mercado cada vez más global los inversores buscan empresas rentables que cumplan criterios de Gobierno Corporativo universales, sin importar su origen ni su estructura de capital.

- Los resultados del informe prueban además que dedicar esfuerzos a mejorar el Gobierno Corporativo es una inversión rentable para las empresas familiares ya que aquellas empresas cuyo GC está por encima de la media obtienen rentabilidades superiores al resto. Si en los anteriores informes demostramos que el binomio “empresa familiar + empresa cotizada” combinaba lo mejor de dos mundos, este III Informe demuestra que añadir “empresa con Buen Gobierno” a la ecuación mejora sustancialmente el “family premium”.
- Los análisis realizados ofrecen además a las EF indicaciones sobre hacia qué aspectos del Gobierno Corporativo dirigir estos esfuerzos. Los datos indican que las EF, sobre todo las europeas, están muy a la zaga de las no familiares en lo que se refiere al Funcionamiento y Composición de los Consejos de Administración. Al mismo tiempo se demuestra que tener una alta puntuación en estas dimensiones tiene un impacto positivo en la rentabilidad de la EF. Se concluye por tanto que contar con un Consejo eficaz, con los Comités adecuados y con una composición equilibrada en cuanto a Consejeros independientes, Consejeros no ejecutivos y miembros de probada experiencia profesional, ayuda a la empresa familiar a mitigar aspectos negativos del control familiar, maximizando su capacidad de crear valor para los accionistas.



- Se concluye también que a pesar de lo idóneo de, en general, seguir las recomendaciones de Buen Gobierno sin distinguir en función de la estructura de propiedad, algunas de las recomendaciones sí deben ser adaptadas a la realidad de la EF. El análisis de la relación entre el porcentaje de Consejeros realmente independientes y no ejecutivos es muy revelador en este sentido. Los datos demuestran que un mayor porcentaje de independientes mejora la rentabilidad de ambos tipos de empresas. Sin embargo, mientras que aumentar el porcentaje de no ejecutivos mejora la rentabilidad de las ENF en línea con las recomendaciones de Buen Gobierno, el efecto es negativo para la EF. Por tanto, no se trata sólo de equilibrar proporciones entre tipos de Consejeros, sino de asegurar que aquellos que ocupen un sitio en el Consejo sean capaces de aportar el máximo valor a la empresa.
  - De igual modo, las conclusiones del análisis de los datos referidos a la políticas y mecanismos para garantizar la protección de los derechos de los accionistas deben tener en cuenta la idiosincrasia de las empresas familiares, que se distinguen por la presencia de un accionista mayoritario cuyo objetivo es mantener el control de la empresa por generaciones. Los datos demuestran que para lograrlo, las EF tanto en Europa como en EEUU implantan diversos mecanismos que se desvían del principio de una acción un voto (algo contrario a lo que sugieren las recomendaciones de Buen Gobierno).
- Tal y como muestran diversos estudios previos el mercado “castiga” con un descuento en la valoración a las empresas que otorgan derechos especiales a accionistas de control. Corresponde por tanto a los accionistas familiares decidir si cumplir con las recomendaciones de Buen Gobierno en este sentido, sopesando las potenciales ganancias en su imagen frente a los inversores con las posibles pérdidas asociadas a un menor control sobre la toma de decisiones en la empresa. Precisamente el hecho que los datos muestren que la presencia de estos mecanismos tiene un impacto más negativo en la rentabilidad de la ENF que en las EF, podría reforzar la tesis que en las EF estos mecanismos no tienen por qué suponer en todos los casos una desviación del objetivo de creación de valor para el accionista.
- Por último, los resultados señalan importantes diferencias dentro de las EF en materia de Gobierno Corporativo. La radiografía de la EF cotizada con mejor Gobierno Corporativo sería la de una empresa de tamaño grande y relativamente joven, en la que su fundador aun este presente, donde la familia posea un control del accionariado moderado (menor del 40%) y que cuente con un CEO no familiar. Un ejemplo de este tipo de empresas es la española INDITEX, que efectivamente se sitúa entre los primeros puestos en los dos Índices Globales utilizados en el informe.

## VII. Referencias

- Anderson R, Reeb D. 2004. Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Adm. Sci. Q.* 49:209-237.
- Bennedsen, Morten, and Kasper M. Nielsen. 2009. Incentive and Entrenchment Effects in European Ownership. *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.
- Bettinelli C. 2011. Board of directors in family firms: an exploratory study of structure and group process. *Fam. Bus. Rev.* 24:151-169.
- Gomez Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., De Castro, J. 2011. The bind that ties: Socioemotional wealth Perservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1): 653-707.
- Jensen M, Meckling W. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J. Financ. Econ.* 3:305-360.
- Klein P, Shapiro D, Young J. 2005. Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence. *Corp. Gov. Int. Rev.* 13: 769-784.
- Li, F, Srinivasan S. 2011. Corporate governance when founders are directors. *J. Financ. Econ.* 102:454-469.
- Schulze, W. G., Lubatkin, M. H., Dino, R. N, Buchholtz, A. K. 2001. Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2): 99-116.
- Shleifer A, Vishny R. 1986. Large shareholders and corporate control. *J. Polit. Econ.* 94:461-488.
- Villalonga B, Amit R. 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *J. Financ. Econ.* 80:385-417.





# VIII. Anexos

## **ANEXO 1.** Criterios de selección de la muestra y fuentes de obtención de datos

### 1. UNIVERSO MUESTRAL

El III estudio BANCA MARCH-IE utiliza como universo de empresas, por un lado las empresas americanas del S&P 1000 y por otro todas las compañías cotizadas en algún país europeo reportadas en la base de datos ORBIS, condicionado a que ninguna de ellas pertenezcan al sector financiero y cuya capitalización bursátil supere los 50 millones de € a finales de 2013. El total de empresas preseleccionadas en base a estos criterios es de 1936. De éstas, se establecieron los siguientes filtros para la obtención de la base de datos final:

- Selección de países en los que existiera un número significativo de empresas cotizadas con más de 50M de capitalización bursátil (al menos 50). Esto redujo la muestra al análisis de las empresas pertenecientes a EEUU, Francia, Reino Unido, Suiza, Alemania, e Italia. Se decidió mantener el análisis de España a pesar de que el número de empresas que cumplían este criterio era de 48.
- Selección de aquellas empresas que han cotizado durante todo el periodo (2008-2013) y que cuentan con datos económicos-financieros completos para la década objeto de análisis. Selección de aquellas empresas para las que era posible obtener datos sobre propiedad para cada uno de los 6 años analizados.
- Una vez obtenidos los datos de propiedad, se decidió eliminar del análisis, aquellas empresas cuyos datos disponibles no nos permiten identificar si cumplen o no el criterio de empresa familiar empleado.

### 2. MUESTRA FINAL DEL ESTUDIO

#### **CSRHUB**

6762 OBSERVACIONES  
1127 EMPRESAS EN EEUU Y EUROPA

#### **ASSET 4**

4842 OBSERVACIONES  
807 EMPRESAS DE EEUU Y EUROPA





### 3. FUENTES DE DATOS

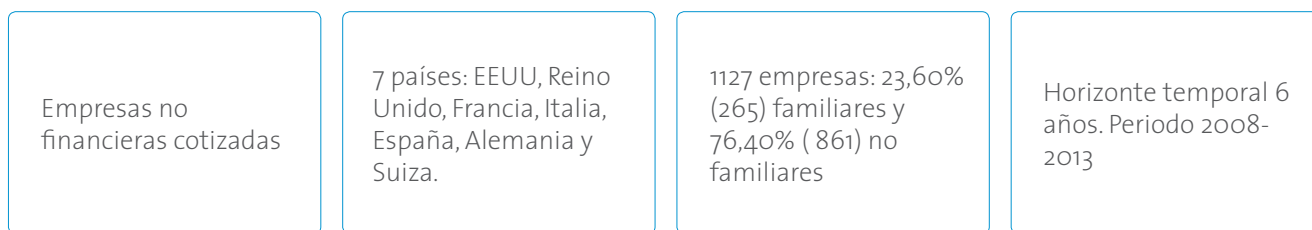
Tabla 17. Fuente de datos

BASE DE DATOS	INFORMACIÓN
BLOOMBERG	Datos financieros 2008-2013
ORBIS	Año de constitución de la empresa.
PROXY STATEMENTS E INFORMES GOBIERNO CORPORATIVO	Información relativa a la propiedad, composición del Consejo e importancia de la familia en la empresa.
DATASTREAM	Información Gobierno Corporativo.
CSRHUB	Información sobre Gobierno Corporativo.



## ANEXO 2. Características de las empresas familiares cotizadas

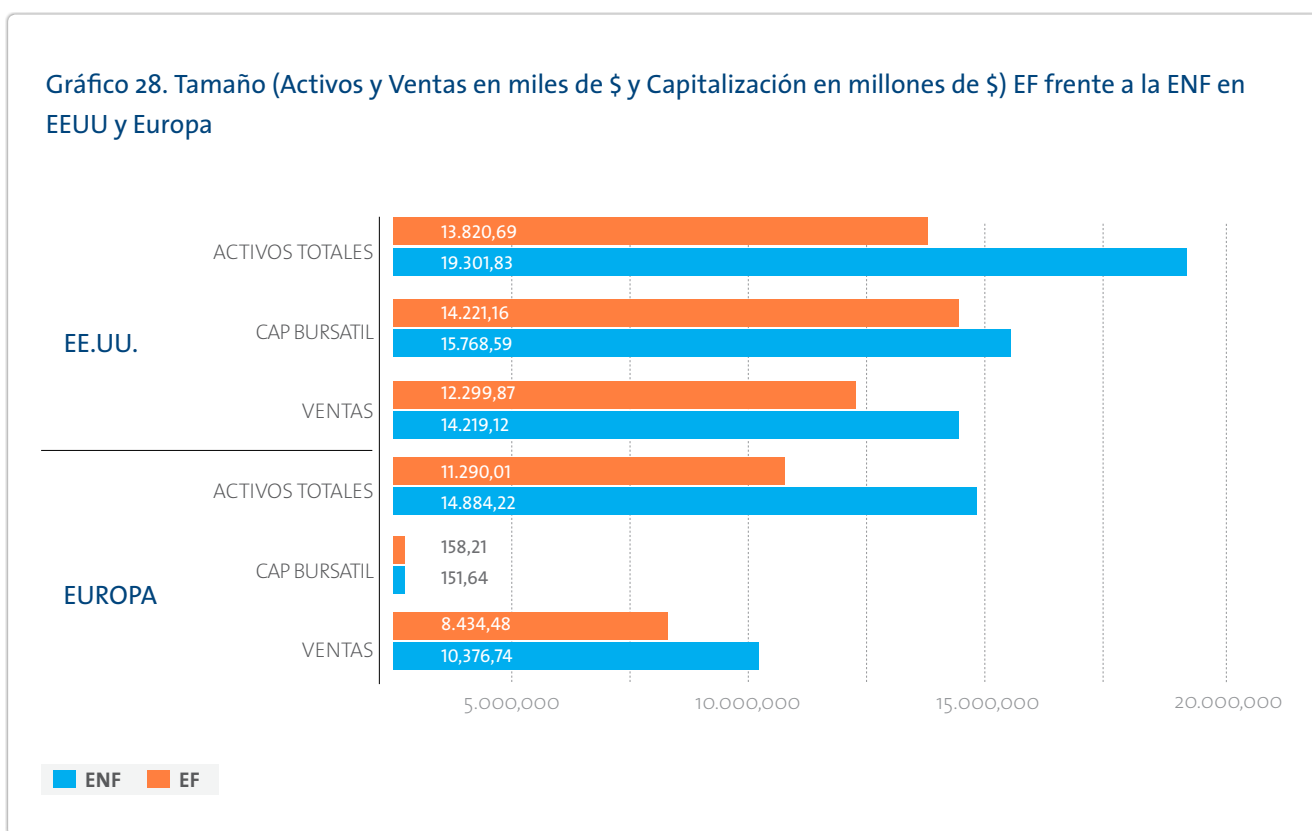
### 1. MUESTRA FINAL DEL III ESTUDIO BANCA MARCH- IE



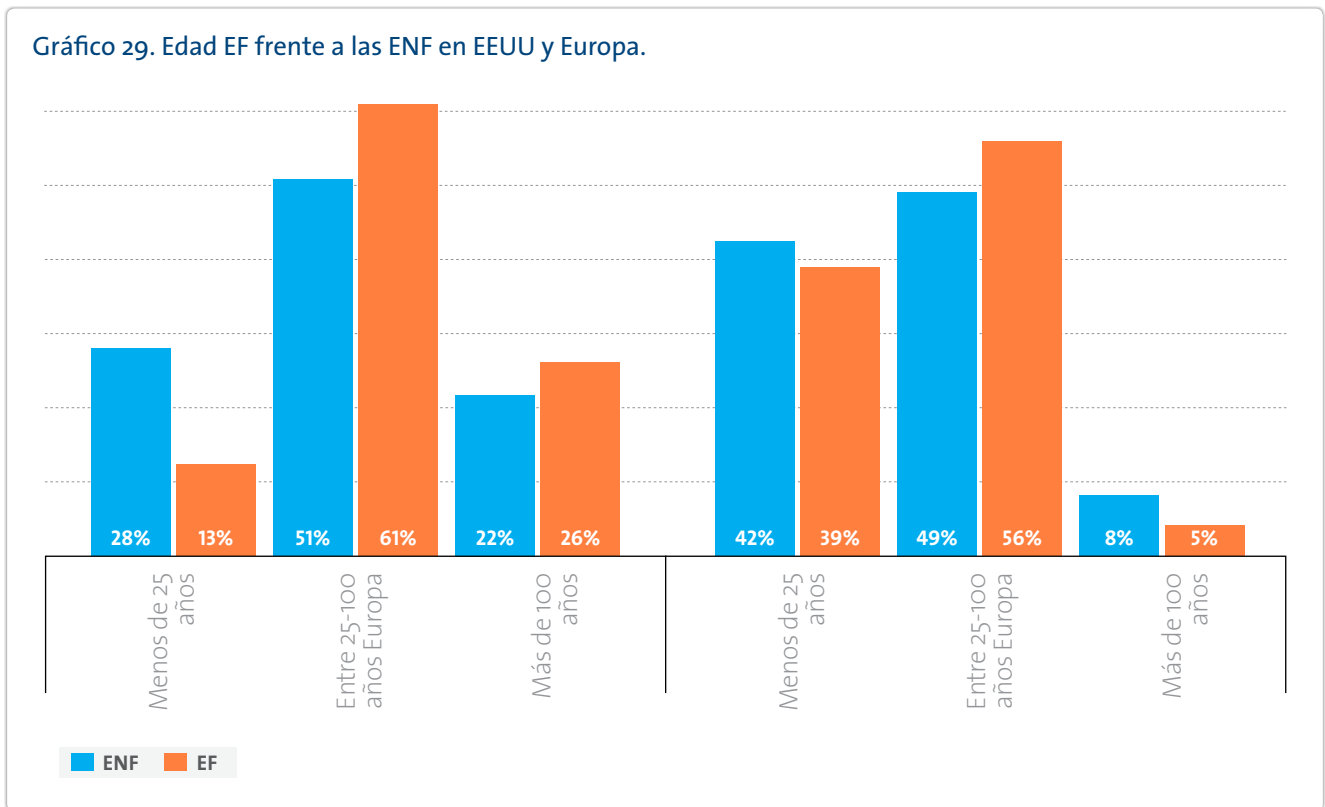
### 2. CARACTERÍSTICAS DE LA EF FRENTE A LA ENF

El análisis de los descriptivos de la muestra confirma que, efectivamente las EF son diferentes a las ENF.

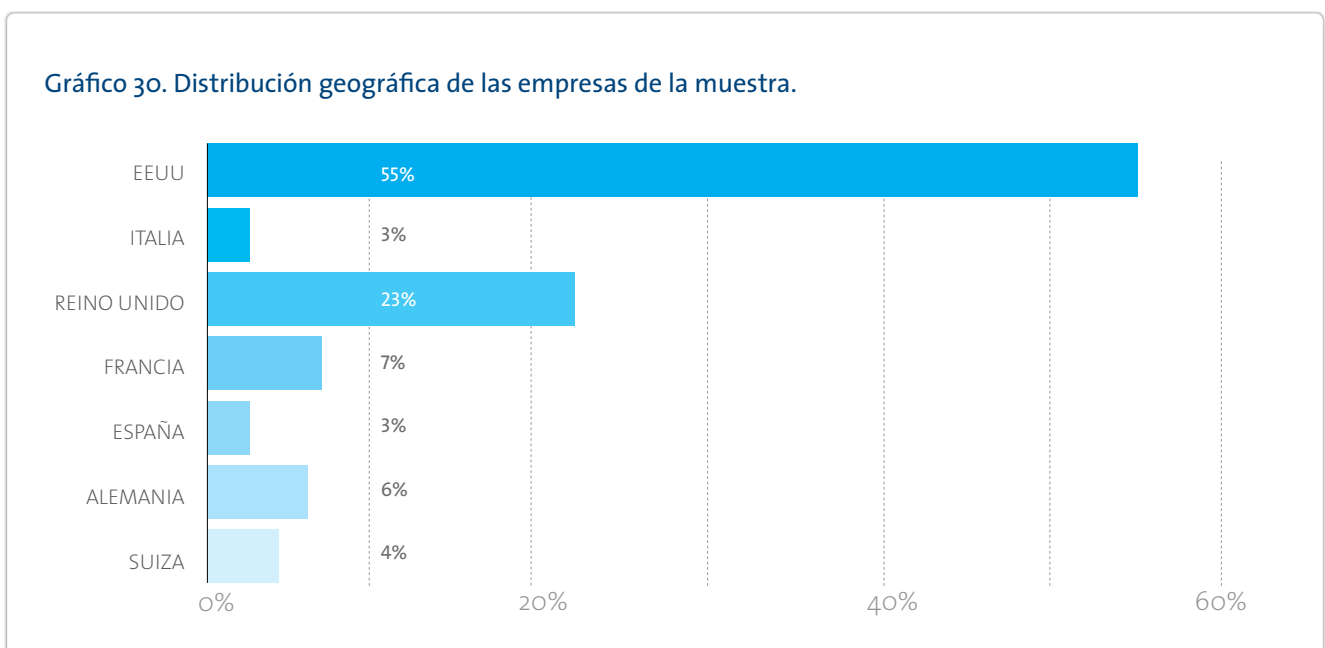
**Tamaño:** Las EF son más pequeñas que las ENF tanto en volumen de ventas como en activos totales.



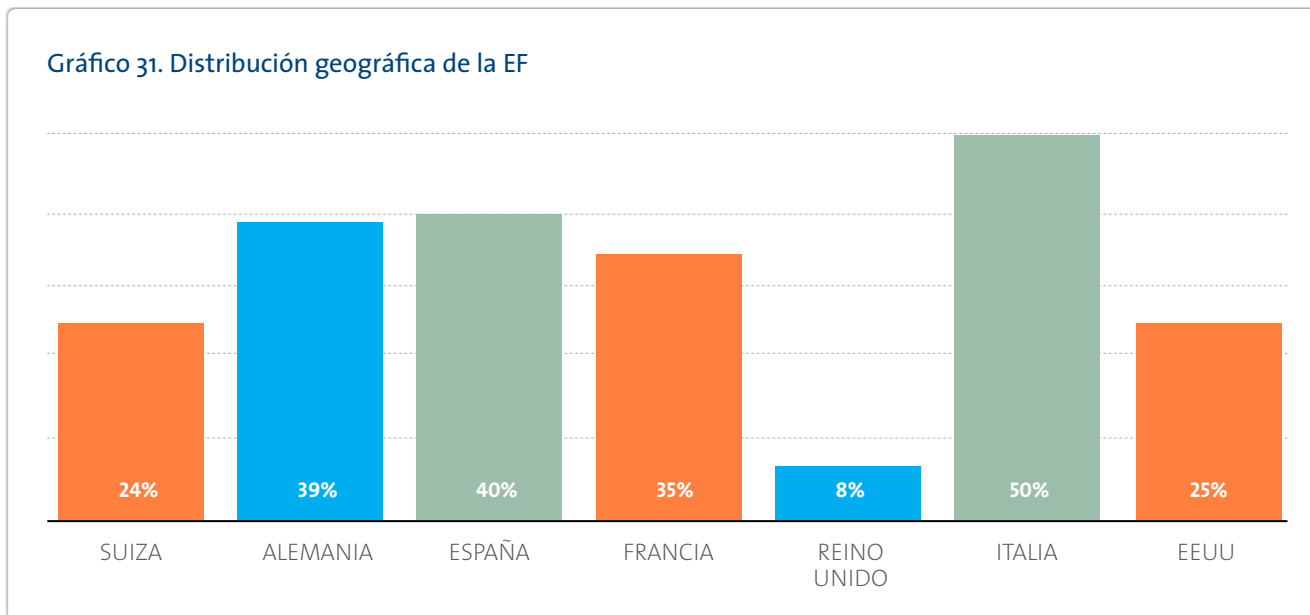
**Edad:** Las empresas familiares son más longevas. La edad media de la EF es 52,59 años frente a 50,61 de la ENF. Además, si desglosamos la edad en 3 categorías: menos de 25, entre 25 y 100 y más de 100 años, vemos que la mayoría se encuentra en la segunda, siendo los porcentajes de la EF más elevados.



**País:** El 55 % de las empresas cotizadas empleadas para la muestra son de EEUU mientras que el 45 % son de Europa. Dentro de las empresas europeas, el 23% de las empresas de la muestra son de Reino Unido.



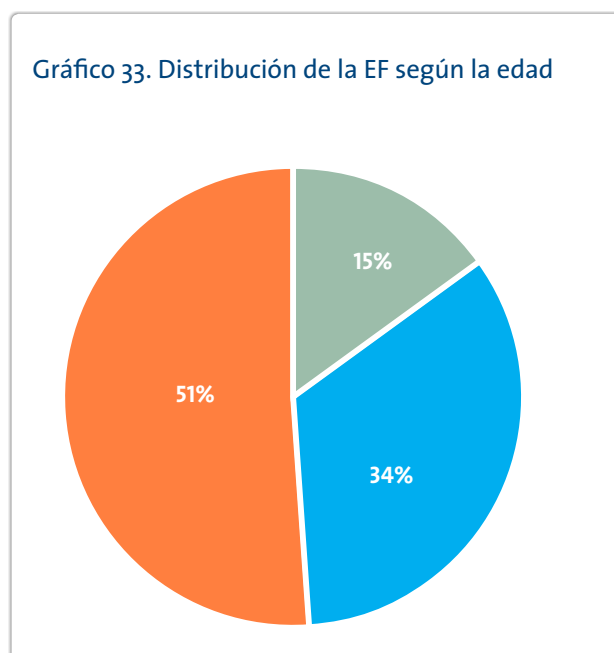
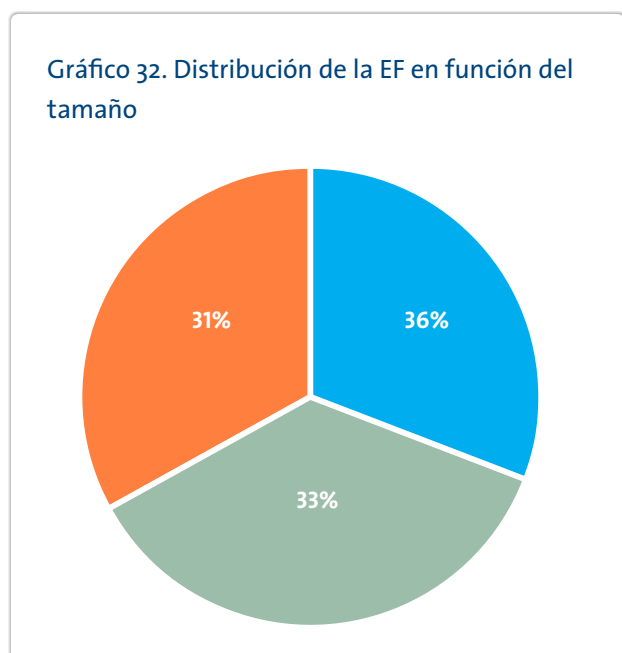
La distribución de las EF difiere de la de las ENF. En EEUU, país con mayor número de empresas cotizadas de la muestra, sólo un 25% son familiares mientras que en Italia, la proporción de empresas familiares entre las cotizadas se eleva a más del 50%. Le sigue España con un 40%.



### 3. DIFERENCIAS DENTRO DEL GRUPO DE EF

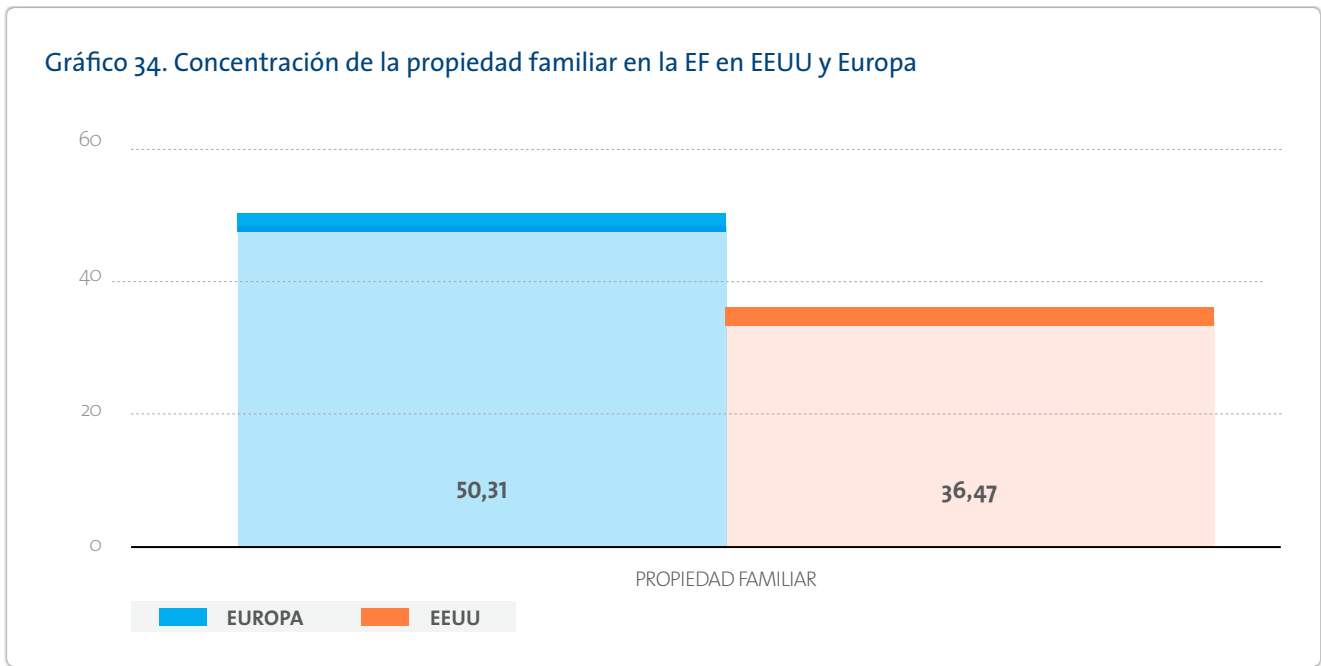
El análisis de la muestra confirma que no todas las EF son iguales. Dentro de las EF existen diferencias por ejemplo en relación a su tamaño, tal y como indica la tabla. La mayoría de las EF (36%) son empresas pequeñas (capitalización bursátil inferior a los 350M euros).

También difieren en edad, el 51% de las EF están entre 25 y 100 años. Sólo un 14,64% de las empresas familiares tienen más de 100 años.

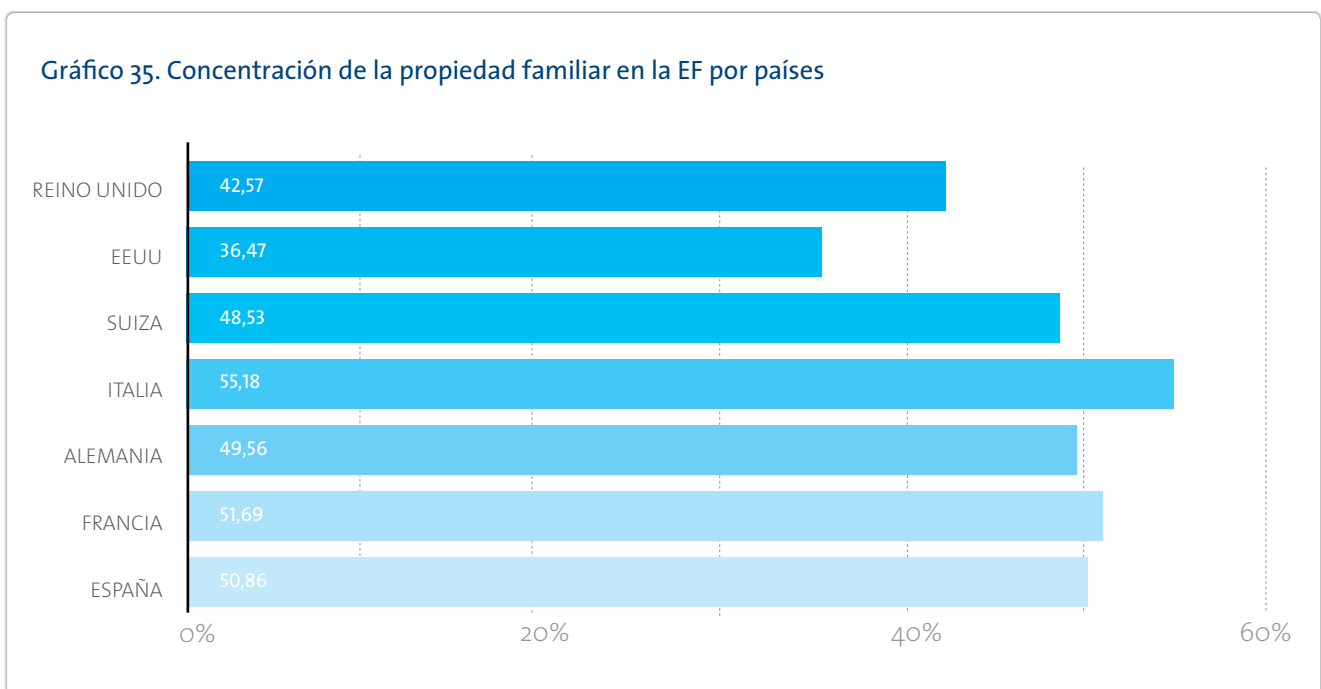


Los descriptivos de la muestras revelan también cierta heterogeneidad dentro del grupo de las empresas familiares en función del grado de control familiar así como la presencia o no del fundador en las misma.

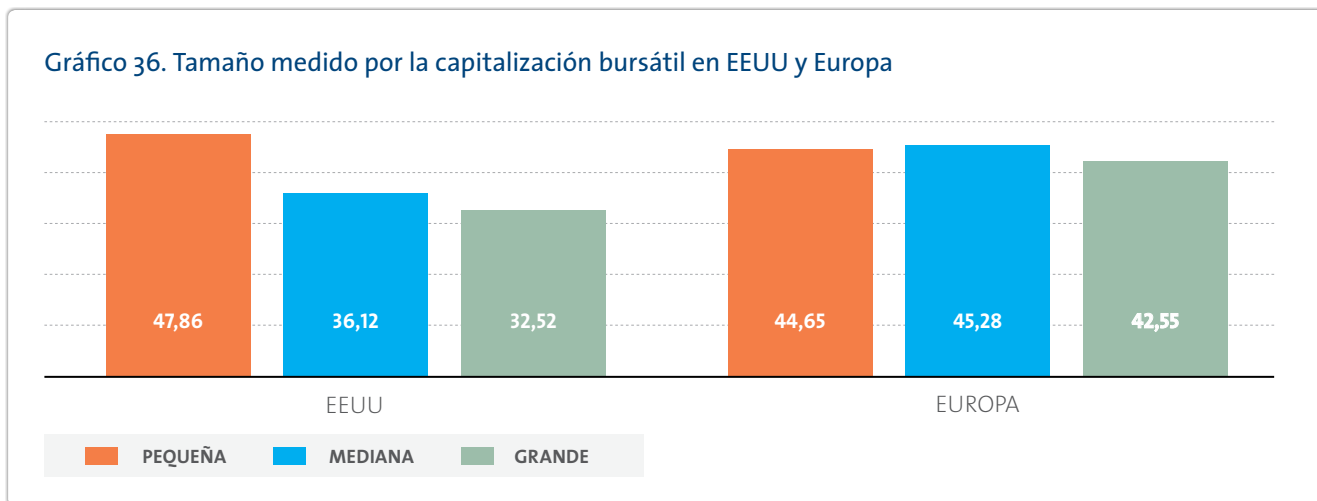
La concentración de la propiedad familiar es más elevada en las empresas europeas, donde la media de propiedad en la EF es de más de 50%, mientras en que EEUU la media es de 36,47%.



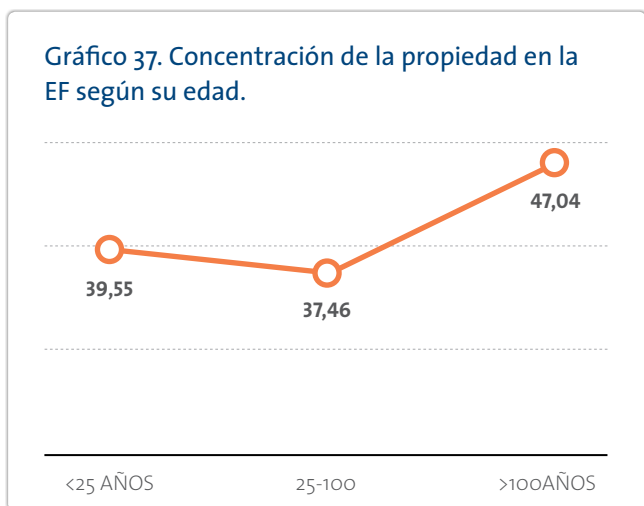
Por países, podemos ver que las EF italianas son las que mayor concentración de propiedad tienen frente a las de EEUU que son las que tienen menor concentración de la propiedad.



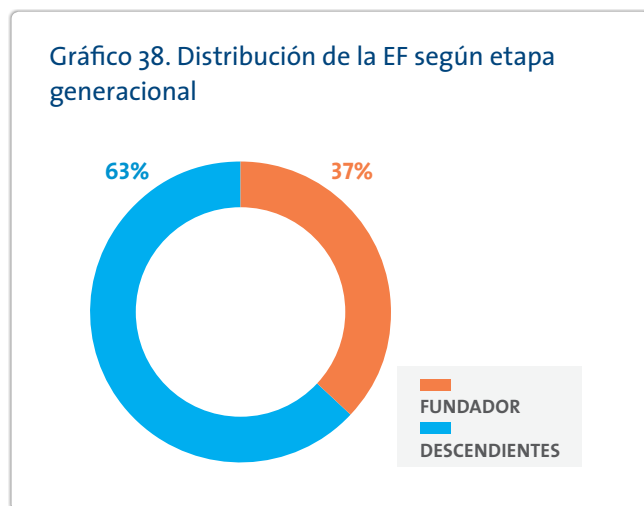
En base al tamaño, medido por la capitalización bursátil, vemos que la concentración de propiedad familiar en las empresas familiares de EEUU es mucho más elevada en empresas de menor capitalización, siendo en Europa las diferencias menos acusadas.



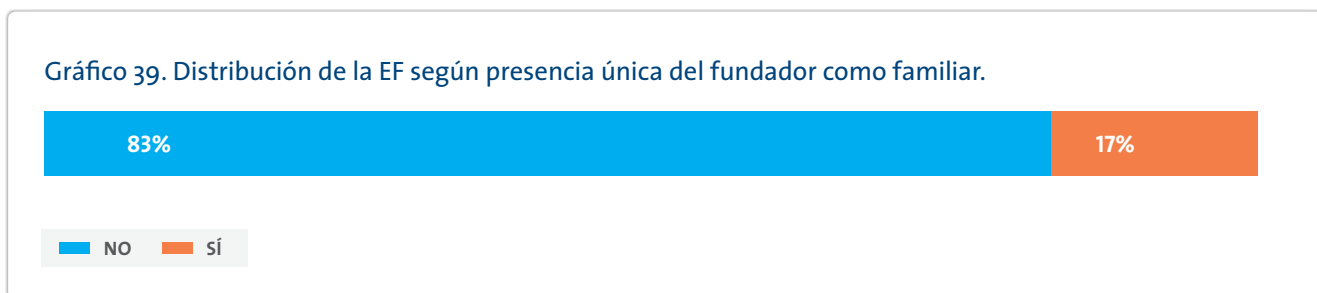
**Edad:** Las empresas familiares más longevas (más de 100 años) son aquellas que tienen mayor concentración de propiedad.



**Fundador:** El fundador está presente en un 37% de las empresas familiares, mientras que en un 63% ya ha superado al menos un relevo generacional.



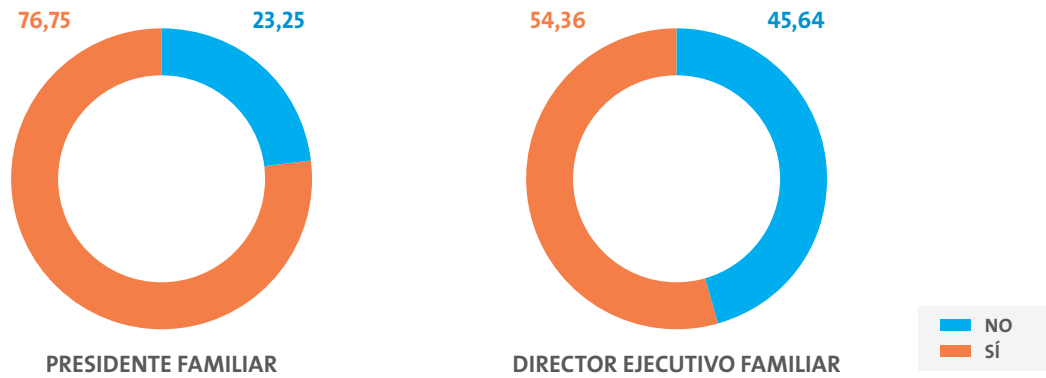
**Empresa fundadora:** Las empresas en que sólo está el fundador representan un 17,17% de las empresas familiares.





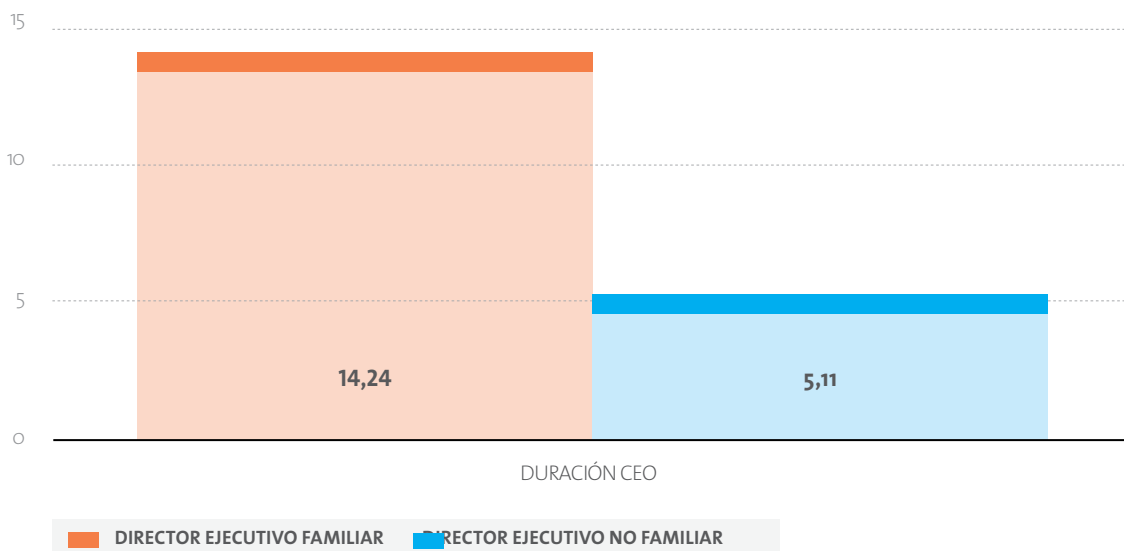
**Management (CEO and Chairman):** Dentro de las empresas familiares de nuestra muestra, el 76,75% de las mismas tienen como presidente en el Consejo de Administración a un miembro familiar y el 54,36% de las empresas familiares tienen un director ejecutivo familiar.

Gráfico 40. EF con Presidente y/o CEO familia.



La media de duración del CEO, director ejecutivo de la compañía dista mucho entre empresas donde el CEO es familiar (14,24 años) y las empresas donde el CEO no es familiar (5,11 años).

Gráfico 41. Duración del Director Ejecutivo familiar frente al no familiar.



## ANEXO 3. Definición de variables utilizadas en el informe

Tabla 18. Definición de variables utilizadas en el informe

VARIABLES	DEFINICIÓN
<b>Índice de Gobierno Corporativo</b>	En el caso de CSRHub, el Gobierno Corporativo es la media de las puntuaciones entre: la composición del CA, el liderazgo ético y la transparencia y reporting. En el caso de ASSET4, el Gobierno Corporativo es la media de las puntuaciones entre: funcionamiento del CA, estructura y composición del CA, retribuciones y derechos de accionistas minoritarios.
<b>Empresa familiar</b>	En el III Estudio de Banca March-IE, se considera empresa familiar aquella en la que un individuo o grupo familiar poseen al menos el 20% de las acciones de la empresa y en la que al menos un miembro de la familia está presente en el Consejo de Administración.  En el caso de EEUU, el porcentaje se reduce a más del 5%. La diferencia de porcentaje de EEUU y Europa se debe a que la concentración de propiedad en EEUU es mucho más dispersa y ya con el 5% recogemos una concentración de propiedad elevada y suficiente para recoger los aspectos distintivos de la EF.
<b>Empresa fundador</b>	Empresa familiar en la que el fundador de la empresa está presente en algún puesto de gestión o administración.
<b>ROA</b>	Capacidad de la empresa de generar beneficios con los activos de los que dispone. Se define como el rendimiento económico sobre la inversión total realizada sin considerar la forma de su financiación. La fórmula general es: EBITA/Activos totales. EBITA, es el resultado antes de intereses e impuestos.
<b>Rentabilidad bursátil</b>	Rentabilidad obtenida en Bolsa ajustada por dividendos y otras remuneraciones al accionista.



## ANEXO 4. Índices de Gobierno Corporativo

Tabla 19. CSRHUB

### CSRHUB

<b>Definición</b>	La categoría de Gobierno Corporativo, definida por el Csrhub, cubre la divulgación de las políticas y procedimientos, la independencia y diversidad en el Consejo de Administración, la compensación ejecutiva, la atención a las preocupaciones de los stakeholders y evaluación de la cultura de liderazgo ético de una empresa.
<b>Dimensiones</b>	El Gobierno Corporativo se centra en medir la empresa comprometida con la sostenibilidad y la responsabilidad corporativa en todos los niveles. El índice global se divide en tres sub-dimensiones: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Composición del Consejo de Administración</li> <li>• Liderazgo ético</li> <li>• Transparencia y presentación de informes</li> </ul>
<b>Cobertura</b>	El universo de CSRHub incluye 14411 empresas cotizadas en todo el mundo, cubriendo los mayores índices: S&P 500, MSCI World Index, Nasdaq, FTSE350 and MSCI World Index.
<b>Fuentes de Obtención de Datos</b>	Las Fuentes de obtención de datos incluye ASSET4 (Thomson Reuters), Carbon Disclosure Project (CDP), EIRIS, Governance Metrics International (merged with Corporate Library), IW Financial, MSCI (ESG Intangible Value Assessment and ESG Impact Monitor), RepRisk, Trucost y Vigeo.
<b>Metodología</b>	CSRHub toma información de sus fuentes de datos y las transforma en una escala de 0 a 100. A continuación, sopesan los datos de origen agregando sus calificaciones, y luego lo ajustan para que encajen entre sí sin problemas.

Tabla 20. ASSET4

### ASSET4

<b>Definición</b>	El índice global de Gobierno Corporativo del Asset4 recoge información sobre la composición, estructura y funcionamiento del Consejo de Administración, la protección de los Derechos de los accionistas así como las políticas de retribución de sus Consejeros.
<b>Dimensiones</b>	El índice global se divide en cinco sub-dimensiones: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Composición del Consejo de Administración</li> <li>• Funcionamiento del Consejo de Administración</li> <li>• Protección de los Derechos de los accionistas</li> <li>• Políticas de Retribución</li> </ul>
<b>Cobertura</b>	El universo de ASSET4 incluye 3000 empresas cotizadas en todo el mundo, cubriendo los mayores índices: S&P 500, MSCI World Index, Nasdaq, FTSE350 and MSCI World Index.
<b>Fuentes de Obtención de Datos</b>	La empresa recoge y analiza información de los informes anuales de las empresas, páginas webs, periódicos, revistas especializadas. Toda la información debe estar disponible aunque los analistas pueden contactar con las oficinas de relación con el inversor para comprobar la fuente y veracidad de la misma.
<b>Metodología</b>	La información se resume en 250 KPI (key performance indicators) y más 750 variables. El índice global así como cada una de las cinco sub-dimensiones están medidas en una escala de 0-100.



**| Contacto:** [cristina.cruz@ie.edu](mailto:cristina.cruz@ie.edu)