



Valoración de empresas familiares: retos a los que nos enfrentamos

Alfonso A. Rojo-Ramírez (autor de contacto)

*Catedrático de universidad.
Departamento de Economía y Empresa.
Universidad de Almería (España)*

arojo@ual.es | <https://orcid.org/0000-0002-1295-7614>

María José Martínez-Romero

*Titular de universidad.
Departamento de Economía y Empresa.
Universidad de Almería (España)*

mariaj.martinez@ual.es | <https://orcid.org/0000-0001-7891-1558>

Rubén Martínez-Alonso

*Profesor ayudante doctor.
Departamento de Economía y Empresa.
Universidad de Almería (España)*

ruben.martinez@ual.es | <https://orcid.org/0000-0001-7389-762X>

Extracto

La valoración de empresas es una actividad de creciente demanda. Igualmente, el estudio de la empresa familiar ha alcanzado niveles sin precedentes en los últimos años. A pesar de que las empresas familiares representan la gran mayoría de las empresas en el ámbito global, la teoría de la valoración tiende a enfocarse en las empresas no familiares. Este artículo pretende reorientar la atención hacia la valoración desde el punto de vista de las empresas familiares, examinando sus peculiaridades y los fundamentos de su valoración específica. Además, se analizan ciertos aspectos básicos de la valoración y, en particular, se aborda la cuestión del valor socioemocional característico de las empresas familiares, aportando algunas ideas novedosas.

Palabras clave: valoración de empresas; valor socioemocional; descuento de flujo de efectivo; operaciones de compraventa de empresas; empresa familiar.

Recibido: 26-06-2024 / Aceptado: 04-08-2024 / Publicado (en avance *online*): 18-09-2024

Cómo citar: Rojo-Ramírez, A. A., Martínez-Romero, M.^a J. y Martínez-Alonso, R. (2024). Valoración de empresas familiares: retos a los que nos enfrentamos. *Revista de Contabilidad y Tributación. CEF*, 499, 201-234. <https://doi.org/10.51302/rcyt.2024.22401>



Valuation of family firms: challenges to be faced

Alfonso A. Rojo-Ramírez (corresponding author)

María José Martínez-Romero

Rubén Martínez-Alonso

Abstract

Business valuation is an increasingly in-demand activity. Similarly, the study of family firms has reached unprecedented levels in recent years. Although family firms represent the vast majority of the world's businesses, valuation theory tends to focus on non-family firms. This article aims to shift the attention to valuation from the perspective of family firms, analyzing their peculiarities and the fundamentals of their specific valuation. It also explores some basic aspects of business valuation, with a particular focus on the socioemotional wealth of family firms, contributing with some novel ideas.

Keywords: business valuation; socioemotional value; discounted cash-flows; M&A transactions; family firms.

Received: 26-06-2024 / Accepted: 04-08-2024 / Published (online preview): 18-09-2024

Citation: Rojo-Ramírez, A. A., Martínez-Romero, M.^a J. y Martínez-Alonso, R. (2024). Valoración de empresas familiares: retos a los que nos enfrentamos. *Revista de Contabilidad y Tributación. CEF*, 499, 201-234. <https://doi.org/10.51302/rcyt.2024.22401>



Sumario

1. Introducción
 2. La valoración de empresas y la EF
 - 2.1. La actividad de valoración de empresas
 - 2.2. Las EF y la actividad de valoración de empresas
 3. Por qué es necesario conocer y estudiar la valoración de la EF
 4. Particularidades de la valoración de la EF
 5. Los aspectos técnicos de aplicación del modelo de utilidad
 - 5.1. Los flujos de efectivo en el valor de la EF
 - 5.2. Diversificación de la inversión y tasa de descuento
 6. El valor socioemocional en la EF
 - 6.1. Las dimensiones del valor socioemocional
 - 6.2. El valor socioemocional y transferencia de acciones
 - 6.3. Sobre el cálculo del valor socioemocional
 7. Conclusiones, aportaciones y líneas de investigación
- Referencias bibliográficas

Nota: Este trabajo ha sido elaborado por el grupo de investigación «SEJ 323-Comparabilidad y Análisis de la Información Económico-Contable» seleccionado en la convocatoria 2023-2024 de Grupos de Investigación en Contabilidad, promovida por el CEF.-, para la divulgación de artículos de carácter científico en el campo de la información financiera y no financiera.



1. Introducción

La valoración de empresas ha gozado en las últimas décadas de una gran atención por parte de académicos y expertos (Saura y Etzi, 2023), particularmente con el gran desarrollo e impulso del capital riesgo (Reverte-Maya *et al.*, 2016; Rojo-Ramírez *et al.*, 2010) y por la proliferación de métodos y técnicas para la gestión del valor (Rojo-Ramírez y Martínez-Romero, 2015). Se trata esta de una actividad profesional con importantes implicaciones prácticas y sociales, orientada a conocer el valor que puede ser asignado a una inversión (por ejemplo, una empresa), de manera que el inversor (por ejemplo, el propietario o accionista) pueda tomar decisiones sobre la misma, tales como enajenar la inversión, obtener financiación con base en la misma, compartir la inversión con otros agentes o expropiar la inversión, entre otras muchas.

Igualmente, el estudio de las empresas familiares (EF), definidas como organizaciones controladas mayoritariamente por una familia con la visión de mantener potencialmente el control familiar a lo largo de generaciones (Zellweger, 2017, p. 22), ha cobrado un inusitado incremento en los últimos años, poniendo su énfasis no solo en la importancia que estas empresas tienen en el contexto económico (Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar, 2015, 2018), sino también en las características que suelen identificarlas, entre las que adquiere una especial relevancia la relativa al valor socioemocional (Gómez-Mejía *et al.* 2007; Martínez-Romero y Rojo-Ramírez, 2016), así como la idea de relevo transgeneracional que subyace en este tipo de empresas (p. ej., Pinelli y Debellis, 2024).

A pesar de que la gran mayoría de las empresas son de carácter familiar, la valoración de empresas ha obviado esta circunstancia y, hasta el momento, parece que se ha desarrollado para ser aplicada a empresas no familiares. Tan solo en el campo de las fusiones y adquisiciones de empresas se ha prestado algo de atención a la EF, aunque se comprueba que, básicamente, su estudio se ha centrado en el análisis de su propensión, del proceso de desarrollo y de su desempeño (Worek, 2017), pero poco o nada sobre la valoración, lo que deja un amplio campo de reflexión, estudio y análisis a los investigadores.

El objetivo de este trabajo es dual. Por un lado, trata de enmarcar la valoración en el contexto de la EF y, más concretamente, de la familia empresaria, situando la misma en su adecuada perspectiva, analizando las causas que llevan a la valoración de las EF y los

planteamientos técnicos que surgen en el proceso. Más específicamente, se trata de dar respuesta a cuestiones como las siguientes: ¿cómo debe valorarse una EF y en qué se diferencia del valor de una empresa no familiar? ¿Cuáles son los momentos críticos en la valoración en una EF? ¿Cómo deben abordarse los cálculos de las variables más significativas del valor? Por otro lado, aborda una de las cuestiones principales que caracterizan a las EF, su valor socioemocional, analizando la doble dimensión de este valor y su papel en la compraventa de acciones, sugiriendo opciones para su cálculo.

Este artículo contribuye al estudio de la EF generando nuevo conocimiento tanto para el estudio de la valoración de empresas como aportando nuevos enfoques para la investigación y los procedimientos en el ámbito de la práctica empresarial, que es de primordial importancia para el campo de la EF (Binz Astrachan *et al.*, 2021).

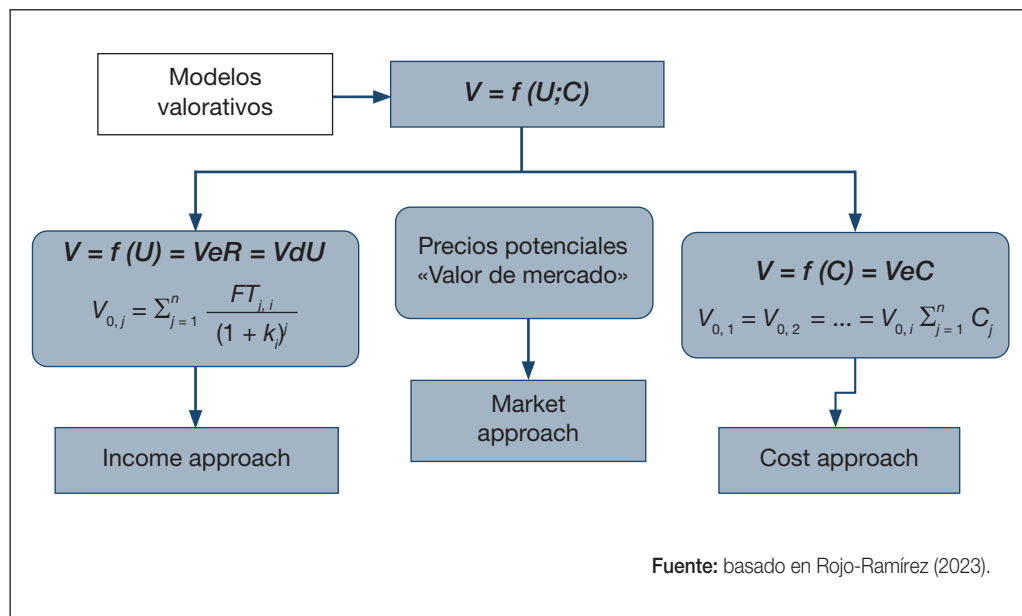
En lo que resta, tras esta introducción, el epígrafe 2 aborda cuestiones generales sobre la valoración y, concretamente, sobre la valoración de la EF. El epígrafe 3 analiza las causas más relevantes para valorar la EF, mientras que el epígrafe 4 señala las peculiaridades de las EF que afectan al valor. El epígrafe 5 trata sobre los flujos de efectivo y la tasa de descuento en el caso de las EF. El epígrafe 6 aborda la cuestión del valor socioemocional y su papel en el valor. El epígrafe 7 muestra las conclusiones, aportaciones y posibles líneas de investigación más relevantes.

2. La valoración de empresas y la EF

2.1. La actividad de valoración de empresas

Como es probable que el lector conozca, en valoración de empresas existen tres metodologías habitualmente utilizadas que se muestran en la figura 1 (Rojo-Ramírez, 2023). Cuando tratamos con grandes empresas, fundamentalmente empresas cotizadas en mercados de valores, es bastante común recurrir a la metodología de comparables o múltiplos, a la que suele conocerse como valoración de mercado (*market approach*). Esta metodología se basa en precios potenciales de mercado (centro de la figura 1), si bien es cierto que estas valoraciones suelen acompañarse de alguna de las otras metodologías existentes, esto es, la metodología basada en coste (VeC) (*cost approach*) o la metodología basada en rentas (VeR) (*income approach*). En lo que respecta a la metodología basada en coste, esta se fundamenta en datos contables que han de ser corregidos convenientemente para convertirlos en valores actuales o presentes, por lo que también se la conoce como modelo de coste contable corregido, o como métodos basados en balance (derecha de la figura 1). De otro lado, la metodología basada en rentas se sustenta en la utilización de las rentas futuras esperadas por la empresa. Esta metodología también es conocida como enfoque basado en resultados futuros (*income approach*), que deben, consecuentemente, ser actualizados para convertirlos en datos actuales (izquierda de la figura 1).

Figura 1. Metodologías para la valoración de empresas



De todas estas metodologías, la que tiene una posición predominante es la basada en rentas (Rojo-Ramírez y García-Pérez de Lema, 2006). Esta metodología está sustentada en la teoría de la utilidad, una teoría subjetiva del valor que pone su énfasis en la utilidad que un bien reporta al usuario como individuo (Rojo-Ramírez, 2023) y que tiene sus orígenes, sustancialmente, en Bentham (1781). Como la utilidad en economía se mide a través de las rentas esperadas del bien, y estas se extienden en el tiempo de manera continua, la expresión de valor más comúnmente utilizada para valorar un bien es la que se hace figurar en la ecuación 1.

$$V_0 = \sum_{j=1}^n \frac{FLT_j}{(1+k)^j} + \frac{VR_n}{(1+k)^n} \quad [1]$$

Donde:

- V_0 es el valor asignado al bien mediante el modelo de utilidad, referido al momento de la valoración ($j = 0$).
- FLT son los flujos de efectivo esperados a lo largo de un periodo discreto de la vida del bien j ($j = 1, 2, 3, \dots, n$).
- VR_n es el valor residual o terminal esperado del bien, una vez concluido el periodo discreto n .

- k es la tasa de descuento que permite convertir los flujos futuros de efectivo en flujos actuales.

A las variables FLT , VR_n y k se las conoce como componentes de valor y son los elementos clave que definen el valor de utilidad. El primero de estos componentes, FLT , se calcula para un periodo de tiempo discreto con base en las estimaciones que ha de realizar el experto sobre las variables clave o conductores de valor, normalmente basándose en datos contables históricos que son comparados con datos sectoriales y discutidos con el demandante del valor. El segundo componente, VR_n , se refiere a la expectativa sobre el valor que tendrá la inversión (el bien) que hoy se realiza, una vez concluido el periodo discreto seleccionado para la estimación de los FLT . Finalmente, el tercer componente, k , trata de recoger el riesgo propio de la incertidumbre que los futuribles anteriores plantean.

Ni qué decir tiene que el modelo valorativo basado en la utilidad plantea diversas dificultades a los usuarios, sobre todo, si no son expertos en la materia.

En primer lugar, hay que señalar que este modelo, y la expresión de valor mostrada a través de la ecuación 1, es de carácter genérico. Es decir, sirve tanto para calcular el valor intrínseco de la empresa (VE), esto es, el valor económico de la empresa desde el punto de vista de la gerencia, como para valorar la participación de un propietario-inversor en la misma (VA), es decir, el valor de las acciones. Lo único que cambia en la ecuación 1 es el tipo de componentes de valor que en ella se utilizan. Económicos en el primer caso, financieros en el segundo caso. Así, la ecuación 1 quedaría como sigue:

$$\text{Valor económico: } VE_0 = \sum_{j=1}^n \frac{FLTE_j}{(1+k_0)^j} + \frac{VE_n}{(1+k_0)^n} \quad [2a]$$

$$\text{Valor de las acciones: } VA_0 = \sum_{j=1}^n \frac{FLTP_j}{(1+k_e)^j} + \frac{VA_n}{(1+k_e)^n} \quad [2b]$$

Donde:

- VE_0 es el valor económico asignado a la empresa en el momento de la valoración.
- VA_0 es el valor financiero asignado a las acciones de la empresa en el momento de la valoración.
- $FLTE$ son los flujos libres de efectivo económicos esperados por la gerencia a lo largo de un periodo discreto de la vida de la empresa, j ($j = 1, 2, 3, \dots, n$). También se conocen en la jerga como *economic free cash flows* y en ellos se agregan tanto los flujos de efectivo procedentes de las operaciones propias de la empresa como los flujos de efectivo provenientes de las actividades de inversión afectas a dicha actividad. En cualquier caso, nunca incluyen flujos de efectivo de las actividades financieras.

- *FLTP* son los flujos libres de efectivo financieros esperados por los propietarios-inversores a lo largo de un periodo discreto de la vida de la empresa, j ($j = 1, 2, 3, \dots, n$), esto es, las salidas del capital propio y pago de dividendos y las aportaciones de capital. En la práctica, sin embargo, se suelen calcular, cuando se utiliza este método, indirectamente a partir de los *FLTE*, a los que se les restan los flujos netos de efectivo de la deuda (obtención, devolución y pago de intereses).
- VE_n es el valor residual o terminal económico esperado de la empresa una vez concluido el periodo discreto n .
- VA_n es el valor residual o terminal esperado de las acciones de la empresa una vez concluido el periodo discreto n .
- k_0 es la tasa de descuento que permite convertir los flujos libres de efectivo económicos esperados por la gerencia en flujos equivalentes actuales, y es conocida habitualmente como coste medio ponderado del capital.
- k_e es la tasa de descuento que permite convertir los flujos libres de efectivo esperados por los propietarios-inversores en flujos equivalentes actuales, y es conocida habitualmente como coste del capital propio.

En la práctica profesional de la valoración, lo más habitual es calcular el valor de las acciones (ecuación 2b) a partir del valor económico (ecuación 2a), restando de este último valor el importe de la deuda (*VD*) vigente en la fecha de valoración. A esta forma de proceder se la conoce como procedimiento indirecto de cálculo del valor de las acciones (ecuación 3):

$$VA_0 = VE_0 - VD_0 \quad [3]$$

En segundo lugar, hay que asumir que cada uno de los componentes de valor tiene su propia problemática técnica de cálculo. Los *FLT* plantean como mayor reto para el valorador la elaboración de las hipótesis de futuro sobre el comportamiento de la empresa. Se trata de dilucidar sobre aquellas variables que se deberán tener en cuenta para poder efectuar estimaciones tanto de los ingresos y flujos de efectivo cobrados como de los costes y flujos de efectivo pagados, así como de los flujos netos de efectivo de las inversiones y de la financiación (Beltrán-Bustos *et al.*, 2021). El VR_n plantea otro gran reto para el valorador que tiene que ver con el nivel de incertidumbre asociado a su lejanía en el tiempo y, sobre todo, al análisis del crecimiento de la empresa. Además, muchos valoradores suelen preocuparse por el importe, considerablemente significativo, que este componente de valor termina añadiendo al valor de la empresa (Rojo-Ramírez *et al.*, 2012; Rojo-Ramírez *et al.*, 2018). Finalmente, k es la variable a través de la cual se trata de analizar el riesgo que asume el inversor en el negocio que se valora (Rojo-Ramírez, 2014, 2021) y su cálculo precisa del uso de un modelo consensuado, operativo y entendible por los demandantes de este tipo de servicios (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, 2020).

Además de estas cuestiones esencialmente técnicas, existen otras preocupaciones que afectan, sobre todo, a la profesión, como pueden ser la necesidad de una formación y reciclaje adecuados que permitan la actualización y la eficiencia por parte de los expertos o la conveniencia de una profesión mínimamente regulada que evite prácticas inadecuadas en esta importante actividad profesional (Rojo-Ramírez *et al.*, 2019).

2.2. Las EF y la actividad de valoración de empresas

Las EF son formas de organización dominantes en todos los países del mundo (De Massis *et al.* 2018; La Porta *et al.*, 1999). En España, diversos estudios (Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar, 2015, 2018) consideran que las EF representan el 90 % del total de empresas privadas, contribuyen a generar cerca del 70 % del empleo privado y aportan cerca del 60 % del PIB. Además, este alto número de empresas opera tanto a nivel de micro, de pequeñas, de medianas, y de grandes y muy grandes empresas (Burkart *et al.*, 2003).

Sin embargo, a pesar del gran desarrollo de la teoría económica de la empresa y del importante desarrollo alcanzado en el estudio de las EF, pareciera que la teoría económica estuviera orientada a las empresas no familiares y que las familiares fueran un caso especial. Por ello, el establecimiento de una teoría económica de la EF sigue estando notablemente ausente (Chrisman *et al.*, 2024), debido, en gran medida, al hecho de que las familias empresarias imprimen intereses sociales y emocionales a las empresas que controlan. Es decir, las EF toman en consideración la búsqueda de riqueza socioemocional (Martínez-Romero y Rojo-Ramírez, 2016) en un contexto transgeneracional de largo plazo (Pinelli y Debellis, 2024).

Mientras que los modelos y criterios de valoración de empresas a los que se ha hecho referencia precedentemente (de utilidad, de coste y de mercado) son generalmente bien conocidos, no está del todo claro si la valoración de las EF y no familiares debería regirse por iguales criterios y, en cualquier caso, para cuáles de ellas se elaboran estas metodologías.

La investigación empírica, sustancialmente realizada en el campo de las empresas cotizadas, parece soportar la idea de que las EF exhiben una mayor relación entre el valor del mercado y el valor contable (Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006). Según estos trabajos, los factores característicos de las EF son la causa de las diferencias observadas en el valor de mercado, aunque la naturaleza de los vínculos entre estos factores de la EF y el valor de mercado permanece en gran parte inexplorada (Hasso y Duncan, 2013).

Las EF no se limitan a maximizar su riqueza financiera (el valor financiero de la empresa, sus acciones, VA) y su horizonte de creación de valor no se limita al corto plazo (Hirigoyen, 2014), mientras que las empresas no familiares, consideradas más especulativas, hacen mayor énfasis en estas dos características, maximización de riqueza y creación de valor en

el corto plazo. Es así que el valor de una EF no se limita únicamente a la creación de valor financiero, también depende de la creación de riqueza socioemocional (Gómez-Mejía *et al.*, 2007; Martínez-Romero y Rojo-Ramírez, 2017). De esta manera, el valor del propietario-inversor familiar (*VAF*) será (ecuación 4):

$$VAF_0 = VA_0 + VSE_0 \quad [4]$$

Siendo *VA* el valor financiero asociado a los propietarios (que no tienen por qué ser miembros de la familia) y *VSE*, el valor socioemocional de dichos accionistas familiares, todo ello a la fecha de valoración (0).

Ciertamente, suele argumentarse que el valor de una empresa para la familia es un concepto más amplio que el valor para los accionistas en una empresa no familiar (p. ej., Hasso y Duncan, 2013), lo que parece sumamente correcto a tenor de lo visto en la ecuación 4. Sin embargo, cuando se hace referencia a la valoración, tanto en la práctica como en la teoría y en la investigación, parece ponerse el acento en la empresa no familiar, considerando que es para este tipo de empresas para el que se diseñan los modelos valorativos. En realidad, si, como se ha señalado, la mayor parte de las empresas son de propiedad familiar, cuando estimamos el valor de utilidad por descuento de rentas futuras (flujos de efectivo esperados), es evidente que estamos considerando el efecto de la familia en los mismos. Por tanto, la actualización de dichos flujos de efectivo (p. ej., los *FLTE*) a la tasa de rendimiento mínimo esperada (p. ej., k_0) lo que nos ofrece como resultado es el valor de la empresa para los gestores familiares (en este caso, el *VEF*), sobre todo, si el cálculo de la tasa de descuento utilizada se realiza correctamente. Así pues, poniéndolo en su justo término, lo que habría que decir es: «el valor para los accionistas en una empresa no familiar es un concepto menos amplio que el valor para la familia en una empresa familiar».

Por tanto, considerando que deseamos calcular el valor de las acciones de los propietarios-inversores familiares por un procedimiento indirecto, la expresión de valor mostrada en la ecuación 2b sería la que se muestra en la ecuación 5.

$$VAF_0 = \left[\sum_{j=1}^n \frac{FLTE_j}{(1+k_0)^j} + \frac{VE_n}{(1+k_0)^n} \right] - VD_0 \quad [5]$$

Obsérvese que VAF_0 es el valor asignado a las acciones de la EF mediante el modelo de utilidad, que realmente coincide con la expresión mostrada en la ecuación 3, donde se ha sustituido VE_0 por la expresión de la ecuación 2a, correspondiendo el primer término entre corchetes al valor económico de la EF (VEF_0).

Aunque la valoración de empresas es un tema no suficientemente abordado en el ámbito de la EF (Granata y Chirico, 2010), como gran parte de los estudios parecen sugerir, la gestión de las empresas por parte de los miembros de la familia contribuye de forma positiva al

valor de esta (Rojo-Ramírez, 2009), entonces queda justificado derivar el valor de la empresa no familiar partiendo de la ecuación 4. De esta manera, podemos deducir que (ecuación 6):

$$VA_0 = VAF_0 - VSE_0 \quad [6]$$

Lo que da sentido y refuerza la práctica surgida de la compraventa de empresas, tendente a efectuar descuentos sobre el valor calculado (Alonso-Cañadas y Rojo-Ramírez, 2012), pues en este tipo de operaciones se está considerando que el adquirente de la empresa es ajeno a la familia y, por tanto, descuenta el valor socioemocional.

Al margen de los retos propios asociados a las metodologías de valoración de empresas, algunos de los cuales han sido comentados en el epígrafe precedente, este tipo de actividad plantea retos propios a las familias empresarias. En primer lugar, corresponde saber si resulta de interés el estudiar la valoración en el contexto de la EF o, más específicamente, en el ámbito de las familias empresarias. En segundo lugar, conviene afrontar la valoración señalando las peculiaridades que son propias de la empresa no familiar frente a la familiar para dar respuesta y tratar de solventar posibles conflictos que la valoración puede plantear dentro de la familia empresaria. En tercer lugar, es indudable que los componentes de valor que forman la expresión de cálculo del valor vista en la ecuación 5 deben ser mínimamente analizados a la luz de las características propias de las EF y no familiares. Por último, uno de los temas que mayor dificultad presenta para entender la valoración de las EF y que mayor incidencia ha tenido en la investigación de este tipo de negocios es la parte intangible que corresponde al valor socioemocional (p. ej., Zellweger y Astrachan, 2008; Zellweger y Dehlen, 2011) de cuya importancia da cuenta el interés que se sigue mostrando en el ámbito investigador (Naldi *et al.*, 2024). Los siguientes epígrafes tratan de dar respuesta a estos interrogantes.

3. Por qué es necesario conocer y estudiar la valoración de la EF

Hoy día se admite que el objetivo que guía a las organizaciones empresariales de corte capitalista es la creación de valor (Lepak *et al.*, 2017), al margen de que nuevos caminos se abren conforme nuevos enfoques y estudios van surgiendo: por ejemplo, la creación de valor compartido (Porter y Kramer, 2011) o la creación social de valor (Morck, 2014). Básicamente, la literatura sobre esta cuestión ha considerado que se crea valor cuando la rentabilidad esperada de una inversión es superior a su coste de oportunidad o rentabilidad mínima que demanda el inversor, que, a efectos de investigación, se suele considerar cuando se alcanzan rentabilidades superiores a la media (Kammerlander *et al.*, 2015).

Para la consecución de este objetivo, las empresas utilizan diferentes estrategias, siendo una de ellas el crecimiento externo a través de operaciones de fusión y adquisición (M&A), consideradas hoy día como una de las estrategias de negocio más relevantes para el crecimiento (Parola *et al.*, 2015; Santulli *et al.*, 2022).

Si, tal como se ha visto previamente, la mayor parte de las empresas existentes son de carácter familiar, no cabe duda de que estas empresas se plantean como fin último la creación de valor y, por tanto, el foco ha de ponerse en el valor de la empresa para la familia, que es la que se verá afectada en las diferentes circunstancias que requieren de una valoración de la EF (p. ej., en los procesos de transmisión de la empresa). Tres circunstancias específicas (Rojo-Ramírez, 2009) pueden conllevar la valoración de la EF.

Un primer y principal motivo para llevar a cabo una valoración sería la transmisión de las acciones o participaciones, bien sea entre los miembros de la familia empresaria y un tercero no perteneciente a la familia, o bien entre los miembros de la unidad familiar. En el primer caso, hablaríamos de venta a terceros, y esta podría darse por diferentes motivos como, por ejemplo, el hecho de que no exista un sucesor familiar que quiera hacerse cargo de las riendas del negocio; que exista un deseo expreso de cerrar la actividad familiar; que se produzca la entrada de inversores ajenos a la familia, etc. En el segundo caso, la transmisión de acciones o participaciones entre miembros de la unidad familiar también puede estar motivada por diferentes causas como, por ejemplo, que un miembro de la familia necesitado transfiera a otro miembro familiar su participación; que la muerte de un miembro de la familia conlleve la adquisición por parte de otros familiares de su participación, etc. Otras veces puede ser el interés en dividir la empresa entre los miembros de la familia cuando esta ha crecido y se han creado diversas ramas de actividad que pueden operar de forma autónoma o cuando se crean unidades geográficas diferenciadas (p. ej., mediante escisión), a veces asociada esta división al deseo de cierta redistribución entre sus miembros con el objetivo de «dar juego» a los miembros familiares. Otras veces, la situación fiscal de las diferentes ramas o miembros familiares fuerzan o aconsejan a realizar operaciones societarias de transferencia o permuta de títulos entre sus miembros.

Un segundo motivo que puede empujar a las familias empresarias a valorar la empresa está asociado a su deseo de crecimiento y supervivencia (Delmar *et al.*, 2013). El crecimiento empresarial está coligado al objetivo de creación de valor y fundamentado, entre otras circunstancias, en la idea de que un mayor tamaño mejora la financiación y reduce el riesgo de la empresa, al tiempo que fortalece su posición de mercado. Por ello, las familias empresarias se verán obligadas a valorar la EF si, por ejemplo, desean acceder al mercado de valores o se centran en estrategias de *joint venture* en el ámbito nacional o internacional. En muchos casos, la valoración estará asociada a la búsqueda de financiación importante o a dar entrada a financiación alternativa (p. ej., al capital riesgo) para hacer viable el crecimiento (Carney *et al.*, 2015). En ciertos casos, la EF se verá abocada a realizar operaciones societarias más complejas como, por ejemplo, procesos de fusión o absorción con transferencia de paquetes accionariales, tal como revela la importancia adquirida por las operaciones de M&A¹.

¹ En 2021, se produjeron cerca de 58.000 grandes operaciones en el ámbito mundial. En 2023, aunque con un cierto retroceso respecto a 2021, se mantuvieron por encima de las 39.000 (Institute for Mergers

En tercer lugar, el objetivo de gestión estratégica del negocio basada en el valor toma como columna vertebral el valor de la empresa, que muestra cómo de bien o de mal lo están haciendo los gestores de la(s) unidad(es) de negocio, en la medida en que contribuyan o no a enriquecer a la unidad familiar (Brück *et al.*, 2018). Este enfoque de gestión del negocio familiar requiere establecer un valor de referencia, así como procedimientos de cálculo estructurados que puedan permitir a los miembros familiares conocer en todo momento el devenir del valor de la EF. También sirve, al mismo tiempo, como un instrumento de control de los gestores familiares, ayudando a evitar posibles conflictos entre los miembros de la familia como, por ejemplo, la decisión de repartir parte de los excedentes (p. ej., dividendos) entre los partícipes familiares (Rojo-Ramírez y Cañabate-Pozo, 2012) o la gestión de entrada y salida de miembros de la familia en la EF.

Estos tres motivos de valoración se pueden presentar también en la empresa no familiar, aunque la transmisión de la empresa no plantearía situaciones propias de las EF, como es el caso de las transferencias de acciones o participaciones intrafamiliares. No obstante, estas podrían ser asimiladas a las operaciones la transferencia de acciones o participaciones entre socios de la misma empresa, si bien el componente socioemocional que se puede esperar en estos casos es enormemente más reducido que en las EF.

4. Particularidades de la valoración de la EF

La mayor parte de los retos de la valoración de la EF se derivan de la propia idiosincrasia de las empresas bajo la influencia de la familia. El hecho de aunar familia y empresa da lugar a una situación peculiar que afecta tanto positiva como negativamente al desempeño de la gestión (Corporación Financiera Internacional, 2011). El deseo de transferir la propiedad familiar (la empresa) a las siguientes generaciones (Luong *et al.*, 2023), la identificación de los miembros de la familia con la empresa (Bettinelli *et al.*, 2022) y el papel que desempeñan los propietarios en la estrategia y gestión (Salvato y Melin, 2008) son aspectos que influyen considerablemente en su valor.

El deseo de transmitir la empresa a las generaciones siguientes tiene una enorme importancia en la valoración, ya que la intención familiar de ejercer el control transgeneracional de la empresa es uno de los principales impulsores en la percepción de la riqueza socioemocional por parte de los propietarios familiares (Zellweger *et al.*, 2011). En términos simples, los propietarios actuales buscan protegerse de elementos externos que consideran que pueden hacerle perder el control de la propiedad de la empresa (socios no familiares) o de la gestión (gestores no familiares) (Burkart *et al.*, 2003), lo que les impulsa a establecer

Acquisitions and Alliances, 2024), con un claro predominio de las operaciones realizadas por pequeñas y medianas empresas (Ang y Kohers, 2001).

criterios jurídicos de protección de la transmisión de las acciones o participaciones. En particular, entre estos criterios jurídicos destacan las limitaciones a la transmisibilidad de los títulos de propiedad de la EF, con el fin de preservar su carácter familiar y la unidad del accionariado que garantice el control de la propiedad (Binz Astrachan *et al.*, 2021; Chemla *et al.*, 2007; Recondo-Porrúa, 2022). Esta realidad se manifiesta con toda su crudeza cuando hay que implementar la sucesión y establecer criterios para la participación en la gestión de la empresa que aseguren mantener el control efectivo de esta, bajo la idea de que los gestores externos pueden expropiar los intereses de los propietarios, por ejemplo, por un mejor control de la información (Faccio *et al.*, 2001).

Esta forma de proceder, a menudo, termina siendo contraproducente, dado que limita la libertad de entrada y salida de socios familiares, lo que suele ser motivo de conflictos familiares, ya que, de esta manera, la existencia de socios activos y pasivos, aun cuando pueda existir una política de reparto previamente consensuada (que siempre estará asociada a criterios de modificación de la misma que requerirán *quorum*), termina provocando roces entre los miembros de la familia en función de las necesidades individuales de cada uno.

Si, por el contrario, no existiera esa política de reparto, la situación podría ser aún más conflictiva, pues esta quedaría al arbitrio de los miembros familiares que gobiernan la empresa, lo que se traducirá normalmente en un recelo de los miembros pasivos sobre los activos (sospecha de expropiación interna de dividendos), si no se convierte en un abuso descarado de los mayoritarios sobre los minoritarios (Cañabate-Pozo y Rojo-Ramírez, 2017; Pindado *et al.*, 2014).

Esta circunstancia empujará a determinados socios a querer salirse de la empresa, es decir, a querer enajenar sus acciones o participaciones. Si no existe un criterio razonable y acordado previamente sobre el valor de las acciones o participaciones, surgirá de nuevo un conflicto familiar relevante. Pero, aun admitiendo que exista un criterio razonable para la valoración, suele plantearse otra circunstancia que limita la capacidad de entrada y salida de los socios, pues cualquier salida de socios, bajo el deseo de querer mantener el control de la familia sobre la empresa, obliga probablemente a los restantes miembros familiares a comprar las acciones o participaciones de los miembros salientes. Esta salida requiere de recursos financieros por parte de los adquirentes o, en el mejor de los casos, si así se planificó, por parte de la propia empresa, de manera que se pueda hacer frente a las necesidades que el proceso conlleva. De otra manera, en caso de una planificación de salida de socios, se requiere disponer de liquidez o de algún mecanismo para generarla de manera eficiente y suficiente, bien por parte de los miembros familiares que adquieren los títulos, bien por parte de la empresa, si es que esta los puede o los quiere mantener en cartera.

Otra fuente de conflicto importante que tiene que ver con la valoración de la empresa es la que se refiere al papel que desempeña el directivo o gestor familiar, normalmente uno o varios miembros familiares con gran capacidad y conocimiento de la empresa. Cuando los conflictos a los que hemos hecho mención precedentemente surgen, pronto se manifiestan

tensiones que pueden llevar a la necesidad o al interés de transferir la empresa a terceros. Sin embargo, esto, que pudiera parecer una solución drástica, pero práctica, no se resuelve fácilmente. Ello se debe al hecho de que el valor de la EF tiene mucho que ver con la influencia y capacidades de la familia en la gestión de la empresa y, más concretamente, con la labor que desarrolla el/los directivo/s o gestor/es familiar/es. Si el gestor o equipo gestor familiar desaparece, el valor intrínseco del negocio decae en gran medida con él. De otra manera, la transmisión de la EF probablemente esté condicionada al gestor (o equipo gestor) familiar (Worek, 2017) y, si este no está, el valor intrínseco del negocio caerá dramáticamente, perjudicando la transmisibilidad y las expectativas de los miembros familiares. Además, como se puso de manifiesto precedentemente (ecuación 4), en el caso de transferencia de la empresa al exterior (miembros no familiares), el valor asignado por parte de los adquirentes será menor que el valor de carácter familiar, ya que en este caso no se apreciarán los elementos socioemocionales que sí aprecian los miembros familiares. Casi con toda seguridad, estas circunstancias crearán tensiones y discordias internas en la familia.

De todo lo anterior se deduce que, en el caso de las EF, resulta conveniente establecer un conjunto de criterios para la continuidad del control familiar y, asimismo, habrá que tomar en consideración la opción de enajenación a terceros. Se requiere simple y llanamente de una planificación estratégica de la transmisión que ha de atender a las dos posibles situaciones:

1. La empresa queda dentro del ámbito familiar. En este caso, la planificación ha de estar orientada a ver cómo debe ser valorada la empresa para poder remunerar a los accionistas o partícipes que desean marcharse de la empresa y, en su caso, cuánto han de pagar los miembros familiares que deseen incorporarse a la propiedad. En este caso es conveniente también crear un fondo específico y periódico que permita disponer de fondos para hacer frente a los pagos que pudieran derivarse de un proceso de salida de los miembros familiares. Conviene a este respecto considerar tiempos mínimos y máximos para la satisfacción de los importes a pagar a los salientes. En este sentido, hay que señalar que el valor que realmente importa a los propietarios familiares es el valor de las acciones (*VA*, un valor financiero).
2. La empresa sale del ámbito familiar. En este caso, la planificación debe considerar la circunstancia de que el valor por el que se podrá transmitir la empresa será menor que el valor de las acciones o participaciones cuando la transmisión se produce en el ámbito familiar. Será necesario dar a conocer adecuadamente esta realidad a los miembros de la unidad familiar. En estas circunstancias lo que realmente importa es el valor de la empresa (*VE*, un valor económico) sin considerar el valor socioemocional.

Para evitar posibles tensiones familiares, y para que el proceso valorativo sea suficientemente asimilado por los miembros de la unidad familiar, es conveniente que la valoración se realice de forma periódica, dando cuenta de ello a los distintos miembros componentes de la familia. Una solución operativa es adoptar el valor como un instrumento de gestión, de

manera que la valoración serviría a un mismo tiempo para conocer cómo se ha comportado el equipo gerencial y para tomar nota de cómo evoluciona el valor de la empresa. Este último aspecto permitiría a su vez evaluar el fondo de liquidez creado por la empresa para responder a las potenciales necesidades que puedan derivarse de un proceso de salida de socios.

Una cuestión adicional que se debe tomar en consideración es el hecho de que tanto la propiedad familiar como el nivel de identificación de los miembros de la familia con la empresa y el sistema de gestión implantado en la EF suelen ser considerablemente heterogéneos y, por tanto, no siempre se podrá tratar por igual a todas las EF (Chua *et al.*, 2012; Daspit *et al.*, 2023). Por ejemplo, el valor socioemocional variará en función del nivel generacional, el nivel de identificación y el compromiso de los miembros familiares (Martínez-Alonso *et al.*, 2024; Muñoz-Bullón *et al.*, 2018), lo que condicionará la percepción sobre el valor del negocio (Hirigoyen, 2014). Del mismo modo, el grado de diversificación y la asunción de riesgo estarán influidos por la estructura de gestión familiar implantada.

5. Los aspectos técnicos de aplicación del modelo de utilidad

Otra de las cuestiones por abordar es la que se refiere a aspectos técnicos de la valoración que, como vimos en la ecuación 5, tienen que ver con la estimación de los diferentes componentes de valor de las participaciones de los propietarios-accionistas (VAF_0). Se trata de dilucidar sobre los flujos libres de efectivo económicos ($FLTE$), el coste de capital (k_0) y el valor terminal económico (VE_n), así como sobre la apreciación del valor de la deuda (VD).

5.1. Los flujos de efectivo en el valor de la EF

Los flujos de efectivo que se estiman para poder ser descontados y así determinar el valor de una empresa son el resultado de la combinación de los distintos activos físicos e intangibles de la empresa, entre los que se encuentra el valor socioemocional (VSE). Por tanto, cuando se estiman los flujos de efectivo de una EF, sobre la base de un conjunto de hipótesis de comportamiento de la empresa que se va a valorar² (Rojo-Ramírez, 2023), estos incorporan el efecto que este activo intangible (el VSE) tiene, que puede ser tanto positivo como negativo.

La expresión de valor normalmente utilizada para el cálculo de los flujos libres de efectivo económicos ($FLTE$) cuando se calcula el valor económico de la empresa (VE) es la que se muestra a continuación (ecuación 7) (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, 2005; Rojo-Ramírez, 2023):

² Habría que analizar el comportamiento de variables como, por ejemplo, el margen bruto, la tasa de crecimiento esperada, el esfuerzo inversor o el tipo impositivo. Véase a este respecto Rojo-Ramírez (2023).

$$FLTE_j = RBE_{dTj} + V(CC)_{Expj}^{st} + IEF_j \quad [7]$$

Donde:

- RBE_{dTj} es el resultado bruto de la explotación (también conocido como ebitda) después del impuesto sobre el beneficio del ejercicio j .
- $V(CC)_{Expj}^{st}$ es la variación capital corriente de la explotación, sin tener en cuenta el efectivo o disponibilidades (también conocido como necesidades operativas de fondos, NOF) del ejercicio j .
- IEF_j es la inversión económica en fijo (también conocida como *capex*) realizada por la empresa en el ejercicio j .

Las diferentes variables clave o conductores de valor (p. ej., la tasa de crecimiento prevista, el margen bruto previsto, el tipo impositivo efectivo previsto, etc.) están influenciadas por la gestión familiar y, en consecuencia, los $FLTE$ que serán estimados para la valoración recogerán indefectiblemente aspectos financieros que están influenciados por valores socioemocionales. Por tanto, el valor económico que calcula el valorador es, por defecto, es el valor familiar (VEF). Para estimar el valor económico de la empresa que no tiene en cuenta los aspectos socioemocionales propios de la familia empresaria tenedora de la empresa, esto es, el valor económico de la empresa (VE), habría que hacerlo utilizando la ecuación 6, esto es, restando de VEF , el valor socioemocional (VSE).

La diferencia entre VEF y VE se aprecia claramente cuando la EF es enajenada a un tercero ajeno a la familia. En estos casos es bastante habitual observar que el comprador exige a los miembros de la familia (p. ej., los gestores y directivos familiares) un compromiso de no competencia o, incluso, de permanecer como tales dentro de la empresa hasta pasado un número contractualmente pactado de años (Chemla *et al.*, 2007; Sáez-Lacave y Bermejo-Gutiérrez, 2010). Cuando esto no ocurre, es bastante normal observar cómo los inversores externos establecen primas de descuento sobre el valor pactado cuando fijan el precio que pagar, lo que no deja de tener sentido en este contexto.

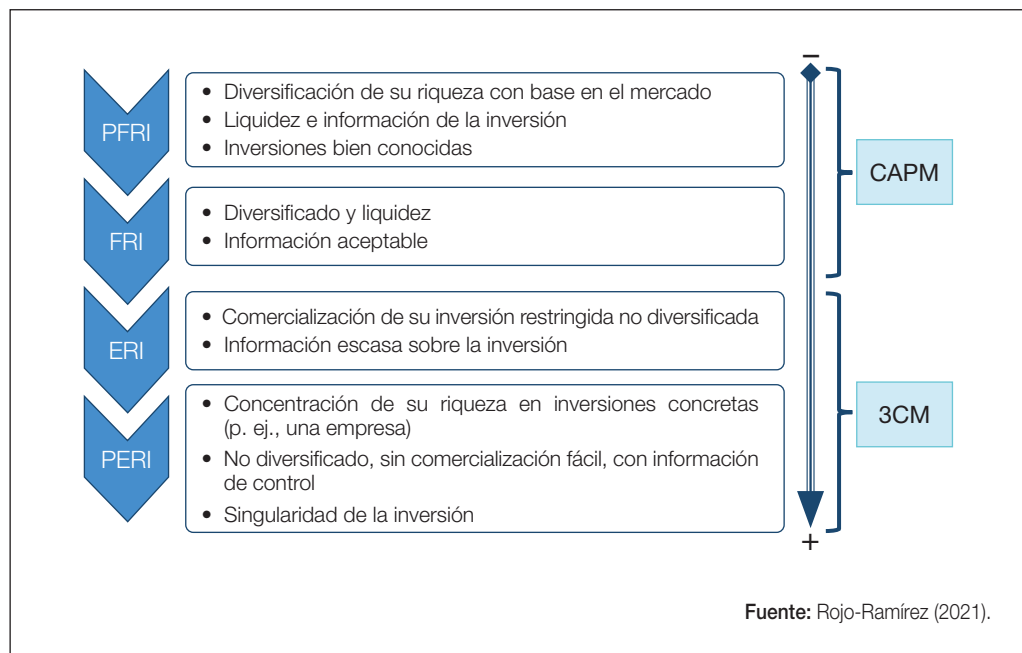
Por tanto, a la hora de valorar «tal cual» una empresa (familiar o no familiar), el valorador estará incorporando en todo momento los aspectos intangibles propios de la empresa valorada a los flujos de efectivo que se están calculando. Indudablemente, desde el punto de vista de la negociación que habrá de establecerse en el momento de la transmisión de las acciones, la situación será distinta según se trate de una transmisión intrafamiliar o entre los socios familiares y los inversores externos a la familia. En este último caso, lo normal será que el inversor (p. ej., una empresa de capital riesgo) quiera descontar el efecto familiar en dichos flujos de efectivo, salvo que, como se ha comentado, existan cláusulas de arrastre (Sáez-Lacave y Bermejo-Gutiérrez, 2010) que permitan afianzar la labor de los miembros familiares en la empresa tras el proceso de compraventa.

5.2. Diversificación de la inversión y tasa de descuento

La estimación del coste de capital que ha de servir para descontar los flujos de efectivo previstos sigue constituyendo hoy día una fuente de discusión tanto a nivel práctico como teórico e investigador. Según el valor que se calcule, VE , VA o el valor de la deuda (VD), se utilizará, respectivamente, el coste medio ponderado del capital (k_0), el coste de capital del propietario-inversor (k_e) y el coste de la deuda (k_d), que constituyen las rentabilidades mínimas exigidas por cada uno de ellos.

La solución para su cálculo pasa forzosamente por reconocer la existencia de diferentes inversores que se comportan de manera diferente según su grado de riesgo y cómo estos afrontan el mismo. Con carácter general podemos diferenciar dos categorías de inversores, si salvamos el caso de aquellos inversores que no admiten riesgo significativo: el inversor financiero de riesgo y el inversor económico de riesgo (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, 2020; Rojo-Ramírez, 2021). La figura 2 muestra los diferentes tipos de inversores de riesgo (perfectamente diversificado, PFRI; diversificado, FRI; poco diversificado, ERI; muy poco diversificado, PERI; parte izquierda), el nivel de riesgo (de $-$ a $+$, parte derecha) y la aplicación de los modelos de cálculo de la rentabilidad mínima (CAPM y 3CM).

Figura 2. Niveles de riesgo, tipo de inversor y características



Un inversor financiero de riesgo (FRI) es aquel que se comporta siguiendo en gran medida la teoría de carteras (Markowitz, 1959), según la cual los inversores buscan la máxima rentabilidad tratando de reducir su riesgo, para lo cual diversifican sus inversiones (en títulos o empresas) buscando la máxima liquidez posible y, además, son buenos conocedores del mercado de acciones y empresas. Un inversor financiero de riesgo puro (PFRI) sería aquel que diversifica perfectamente en el mercado, de manera que el único riesgo que admite es el exclusivo del mercado. Parece apropiado que estos dos tipos de inversores trabajen con el modelo de mercado CAPM, que estima el coste de capital propio mediante la expresión (ecuación 8).

$$k_e = R_f + \beta \times (\overline{R_M} - R_f) \quad [8]$$

Básicamente, los FRI y los PFRI toman como referencia a aquellos otros inversores que no admiten riesgo y que demandan una rentabilidad mínima asociada a la deuda del Estado solvente (R_f , p. ej., las obligaciones o bonos del Estado español), a la que añaden una prima de riesgo que se conoce como prima de mercado (P_M), que no es otra cosa que el diferencial entre la rentabilidad esperada del mercado frente a la rentabilidad libre de riesgo: [$P_M = (\overline{R_M} - R_f)$]. La beta (β) se introduce cuando se trata de una inversión específica (en acciones de una empresa concreta) para recoger el riesgo específico que esa inversión introduce, bajo la hipótesis de que los títulos de dicha empresa se encuentran disponibles en el mercado y se correlacionan con dicho mercado. La aplicación de este modelo es adecuada para empresas que cotizan en un mercado de valores o, en algunos casos, para empresas suficientemente grandes, no cotizadas, que pueden ser comparadas con otras cotizadas, utilizando para ello lo que se denomina beta desapalancada (Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, 2020).

Por el contrario, los inversores económicos de riesgo (ERI) son aquellos que no solo no diversifican su inversión, o no lo hacen todo lo que debieran, sino que tampoco tienen asegurada suficiente liquidez. Es decir, no se comportan, o no pueden comportarse, como los inversores financieros de riesgo por concentrar toda su riqueza, o la mayor parte de ella, en un solo negocio o empresa. Los inversores económicos de riesgo toman como referencia a los inversores financieros de riesgo puros (PFRI), poniendo de manifiesto que, dada la relación riesgo-rentabilidad, ellos deben exigir una rentabilidad mayor que estos últimos, ya que asumen un mayor riesgo. Por ello trabajan con el modelo de los 3 componentes (3CM) (ecuación 9):

$$k_e = R_f + (\overline{R_M} - R_f) + \beta_T \times (\overline{R_M} - R_f) \quad [9]$$

Básicamente, los ERI ponen de manifiesto que, al menos, tendrán que demandar a sus inversiones lo que obtendría un PFRI [$R_f + (\overline{R_M} - R_f)$], más una prima específica (P_e) por el riesgo extra que soportan [$P_e = \beta_T \times (\overline{R_M} - R_f)$]. Donde β_T es la beta total (Butler *et al.*, 2009) y

representa el grado de variabilidad del rendimiento de la inversión (empresa) respecto del rendimiento del mercado, conocido también como riesgo total de la empresa (Corelli, 2018) y cuya expresión es (ecuación 10):

$$\beta_T = \frac{\sigma_e}{\sigma_M} \quad [10]$$

Siendo σ_e la desviación típica de la rentabilidad del activo (la empresa) y σ_M la desviación típica de la rentabilidad de la cartera de mercado.

La prima específica alcanza especial significado en el caso de las EF, dado que estas esperan retornos adicionales asociados a aspectos emocionales propios de las familias empresarias (Astrachan y Jaskiewicz, 2008).

Si deseamos calcular el valor de las acciones o participaciones de una EF por un procedimiento indirecto, aplicaremos la ecuación 5, que reproducimos a continuación:

$$VAF_0 = \left[\sum_{j=1}^n \frac{FLTE_j}{(1+k_0)^j} + \frac{VE_n}{(1+k_0)^n} \right] - VD_0$$

Y para el cálculo del coste medio ponderado de la capital (k_0) se utilizará la siguiente expresión (ecuación 11):

$$k_0 = k_e \times \frac{RP}{RP + RAc} + k'_d \times \frac{RAc}{RP + RAc} \quad [11]$$

Donde:

- RP son los recursos propios de la empresa que se está valorando a la fecha en que la valoración tiene lugar ($j = 0$).
- RAc son los recursos ajenos con coste de la empresa que se está valorando a la fecha en que la valoración tiene lugar ($j = 0$).
- k'_d es el coste de la deuda neto del efecto impositivo: $k'_d = k_d \times (1 - t_e)$, siendo t_e el tipo impositivo efectivo que soporta la empresa.

La variable clave en el cálculo del coste medio ponderado del capital (k_0) es justamente la rentabilidad mínima del propietario-inversor o coste del capital propio (k_e). Como las EF se comportan en gran medida como ERI que llevan asociados retornos emocionales (Astrachan y Jaskiewicz, 2008), entonces utilizaremos para el cálculo de k_e el modelo de los 3 componentes (3CM).

La rentabilidad mínima del propietario inversor (k_o) es considerada como un punto de referencia (Kahneman y Tversky, 1979) para los propietarios-inversores familiares, mientras que el coste medio ponderado del capital (k_o) lo constituye para la gerencia de la empresa, en ambos casos, de acuerdo con el riesgo percibido sobre los flujos de efectivo esperados. En consecuencia, habrá que tener en cuenta que esta variable clave en la valoración, esto es, la rentabilidad mínima requerida, es contingente, dependiendo en gran medida del sujeto inversor (Kotlar *et al.*, 2014), siendo normalmente inferior a la de las empresas no familiares (Martínez-Romero y Rojo-Ramírez, 2017; Rojo-Ramírez y Martínez-Romero, 2018; Stommel *et al.*, 2024), lo que parece confirmar la opinión de McConaughy (1999) y De Visscher *et al.* (2011).

Si bien la estimación del coste del capital puede parecer compleja, de ahí no se deduce, como señalan Hasso y Duncan (2013), que esta actividad sea más compleja para las EF debido a la conexión entre la familia y la empresa. Tal como acabamos de mostrar, la utilización de la metodología 3CM encaja perfectamente en el caso de las EF (Martínez-Romero y Rojo-Ramírez, 2017; Rojo-Ramírez *et al.*, 2018; Voordeckers *et al.*, 2024).

6. El valor socioemocional en la EF

Los sujetos económicos (los inversores) suelen identificarse con los bienes que poseen, al encontrar en ellos algún tipo de recompensa no estrictamente monetaria (Zellweger y Astrachan, 2008), por lo que, además del valor puramente financiero (VA), crematístico, existe otro valor que denominamos valor socioemocional (VSE), esto es, el valor que les atribuyen los propietarios a los bienes por el mero hecho de su posesión, lo que les genera cierta satisfacción (utilidad) personal (p. ej., en relación con su entorno social, o familiar). De esta manera, el valor de la inversión siempre lleva consigo cierto VSE que está ligado a un conjunto sistémico de elementos culturales (valores, creencias y expectativas normativas) mediante los cuales las personas, los grupos y las organizaciones dan sentido y evalúan sus actividades cotidianas y organizan esas actividades en el tiempo y el espacio. Este enfoque es conocido como lógica institucional en oposición a las teorías racionalistas de la gestión (Haveman y Gualtieri, 2017).

Este VSE es especialmente reconocible en las EF o, más particularmente, en las familias empresarias, algunas de las cuales se ven como verdaderas sagas empresariales. El VSE contribuye a reforzar el mero valor financiero (si hay beneficios emocionales) o a debilitarlo (si hay pérdidas emocionales) (Martínez-Romero y Rojo-Ramírez, 2016; Zellweger y Astrachan, 2008).

Así pues, el valor de una EF para sus propietarios (accionistas o partícipes) siempre estará conformado por dos tipos de valor: el valor estrictamente financiero (VA) y el valor socioemocional (VSE), de manera que el valor para el propietario-inversor familiar (VAF) será el visto en la ecuación 4, que reproducimos:

$$VAF_0 = VA_0 + VSE_0$$

6.1. Las dimensiones del valor socioemocional

El VSE recoge en las EF dos tipos de efectos o dimensiones: los que se refieren al impacto que el buen (mal) saber hacer y la influencia de la familia tienen en el desarrollo de la actividad gerencial y organizativa de la empresa, y los que se refieren aspectos institucionales apreciados por los miembros de la familia en relación con la empresa, que están asociados a los sentimientos que estos tienen sobre la misma, su origen y sentimiento de pertenencia³.

El VSE asociado a la dimensión económica (VEF_{ED}) (tabla 1) tiene que ver con cómo se trasladan los valores familiares a la empresa y el impacto que ello tiene en el desarrollo de la actividad, normalmente a través de la cultura organizacional y las estrategias empresariales influidas por la familia, condicionando los recursos y capacidades de las EF, lo que algunos han denominado *familiness* (Habbershon y Williams, 1999). Normalmente, se espera que, cuanto mayor sea la riqueza asociada al conjunto de sentimientos, emociones, y relaciones entre los miembros de la familia empresaria (Martínez-Romero y Rojo-Ramírez, 2017), mayor será el desenvolvimiento de la actividad empresarial a través de un mejor ambiente de trabajo, una mayor empatía de los trabajadores y unos mejores vínculos emocionales y compromiso interno y externo (de y con los clientes, los proveedores y en general con los *stakeholders*), así como mejores serán las estrategias desarrolladas por la gerencia con la connivencia de los agentes relacionados. *A sensu contrario*, generalmente un ambiente familiar que refleja tensiones entre los miembros de la familia, desacuerdos en las políticas a llevar a cabo, y una mezcla de políticas empresariales y familiares mal orientadas, lleva habitualmente a cierto estrés en la toma de decisiones que se traslada desde la propiedad a la gerencia y a los trabajadores, generando frustración e incomodidad en todos los ámbitos.

Tabla 1. Situaciones de buen o mal valor socioemocional asociado a la actividad económica

| Buen VSE | Mal VSE |
|---|--|
| Buen ambiente de trabajo, cultura corporativa y empatía de los trabajadores | La rivalidad entre hermanos |
| Estrategias de diversificación y riesgo | Desacuerdos con la familia política |
| Vínculos emocionales y compromiso activo | Mezcla de problemas familiares y empresariales |



³ Esto es lo que normalmente se entiende como valor percibido del SEW por los propietarios-accionistas familiares (Zellweger y Dehlen, 2011).

| Buen VSE | Mal VSE |
|----------------------------|---|
| Posibilidades de promoción | Estrés de tenencia y toma de decisiones |
| | Frustración |

Fuente: basado en Martínez-Romero y Rojo-Ramírez (2016).

El VSE asociado a la dimensión institucional (VSE_{ID}) (tabla 2) está unido fundamentalmente a aspectos psicológicos y sociales. Gran parte de las veces tienen que ver con el apego a la posesión ligada a la propiedad familiar de la empresa (Zellweger y Astrachan, 2008), coligado todo ello al prestigio y poder que se puede sentir y al deseo de transmitir a generaciones futuras los logros del predecesor, así como al posible sentimiento de independencia y las relaciones sociales e influencia en el entorno. En definitiva, se trata de componentes asociados a la capacidad de identificar la empresa con los logros del sujeto al que pertenece y, en el caso de EF, también a la saga familiar. Cuanto mayor es el sentimiento de pertenencia, mayores son los componentes de esta dimensión del VSE y viceversa.

Tabla 2. Situaciones de buen o mal valor socioemocional institucional

| Buen VSE | Mal VSE |
|--|---------|
| Vínculos emocionales, posesión y autonomía | |
| El poder y el prestigio | |
| Transmisión del legado familiar (valores) | |
| Autonomía e independencia | |
| Compromiso afectivo | |
| Relaciones sociales e influencia en el entorno | |

Fuente: parcialmente basado en Zellweger y Astrachan (2008).

Aunque ambos componentes o dimensiones son consecuencia de los valores socioemocionales, los componentes de la dimensión económica influyen directamente en los flujos de efectivo y, por tanto, están recogidos en el valor económico-financiero, incrementándolo cuando son factores positivos (buen VSE) y minorándolos cuando son negativos (mal VSE). Así pues, las metodologías valorativas vistas en el epígrafe 2.1 se ajustan a la

EF, siendo propias de este tipo de empresas, ya que toman en consideración los logros del sujeto al que pertenecen y, en el caso de EF, también a la saga familiar.

Los componentes de la dimensión institucional son apreciaciones meramente subjetivas, de componente psicológico, que se basan en creencias y valores inducidos a partir de la observación e historia de los miembros de la familia, su origen y visión de futuro. En realidad, se trata de sentimientos compartidos entre los miembros familiares que pueden ser tanto positivos (buen VSE) como negativos (mal VSE), pero que no ejercen ninguna influencia en el valor económico-financiero basado en la racionalidad, pues estos componentes meramente apreciativos no se manifiestan directamente en los flujos de efectivo. Así pues, de tenerse en cuenta, solo puede hacerse cuando ocurre una transacción, como es el caso de una operación de compraventa con el objeto de fijar el precio.

El VSE, económico e institucional, adquiere distinto grado de intensidad dependiendo del inversor y su contexto cultural, siendo característico de las EF y familias empresarias, donde puede tener diferente intensidad, por ejemplo, como consecuencia del ciclo de vida de la EF (Le Breton-Miller y Miller, 2013), por la influencia del género (Cruz-Serrano *et al.*, 2008), por el porcentaje de participación (Zellweger y Astrachan, 2008) o por las prácticas de gobierno familiar (Suárez-Cabrera y Santana-Martín, 2004; Voordeckers *et al.*, 2024).

6.2. El valor socioemocional y transferencia de acciones

Mientras que para el cálculo del VA disponemos de una teoría económica (Von Neumann y Morgenstern, 1947), no ocurre así con el VSE (Chrisman *et al.*, 2024), salvo que se admita que este está incorporado en el valor de las acciones de los propietarios familiares a través del descuento de los flujos de efectivo que recogen la dimensión económica del VSE. Ello tiene sentido en la medida en que las teorías se conforman para la mayoría de los sujetos económicos que, como hemos visto, se trata de inversores-propietarios familiares. De acuerdo con este punto de vista, el valor financiero que no tiene en cuenta el componente familiar (VA) en el momento de la valoración sería, basados en la ecuación 6, tal como se muestra en la ecuación 12:

$$VA_0 = (VEF_{ED0} - VD_0) - VSE_{ID0} \quad [12]$$

El VAF_0 de la ecuación 6 ha sido sustituido por su proceso indirecto de cálculo ($VEF_{ED0} - VD$) donde VEF_{ED0} incluye la dimensión socioemocional de carácter económico a través de los flujos de efectivo económicos ($FLTE$, ecuación 7) de la empresa estimados objetivamente. Por su parte, VSE_{ID0} recoge exclusivamente la dimensión institucional del valor, esto es, la apreciación meramente subjetiva de valor de los miembros familiares⁴.

⁴ Obsérvese que VSE_{ID0} solo interviene en la ecuación 12 si existe transacción de la empresa.

Esta disociación es de suma importancia porque permite diferenciar entre aquellos casos en que se produce una operación de compraventa intrafamiliar o entre familias allegadas de aquellos otros en que valoramos para una operación de compraventa entre los miembros de la familia y terceros no familiares.

En las operaciones de compraventa intrafamiliares, los miembros familiares adquirentes considerarán el componente socioemocional institucional (VSE_{ID}) existente en la empresa y lo más probable es que, de una u otra manera, sean o se sientan partícipes de la gestión y propiedad familiar. En tales casos, conocer el valor económico-financiero del negocio (VE_{ED}) probablemente no sea la cuestión que más les preocupa, aunque es aconsejable su cálculo, al igual que podría ayudar el adecuado conocimiento del valor intangible que corresponde al valor socioemocional de naturaleza económica (VSE_{ED}), esto es, aquella parte del valor económico-financiero que se debe al efecto de la familia (positivo o negativo).

El VSE_{ID} en estas operaciones intrafamiliares será diferente según para qué miembro familiar valoremos la empresa, dependiendo ello, sobre todo, del nivel de implicación y participación en la gestión de la empresa y en la propiedad, así como la generación a la que se pertenezca.

En las operaciones de compraventa entre miembros familiares y ajenos a la familia, la valoración de los aspectos socioemocionales institucionales no tiene gran fundamento para el comprador, o su peso es espurio, puesto que el comprador no es un miembro de la familia o allegado a ella y, por tanto, no será capaz de apreciar, ni le interesa tan siquiera, el hecho de que la empresa que compra tenga un componente familiar socioemocional. No obstante, como señalamos en el epígrafe 5.1, el valor económico (VE) que sirve de punto de partida para la asignación del valor financiero (VA) recoge los flujos libres de efectivo económicos ($FLTE$) que son consecuencia de la actuación gestora asociada a la participación de la familia, de manera que el valor que se calcula en todos los casos (operación intrafamiliar o con terceros ajenos a la familia) es el valor económico familiar (VEF). Si, tal como sugiere la literatura, la influencia de la gestión de los miembros familiares en la empresa es significativa (Miller *et al.*, 2007), el traspaso de la empresa a agentes no familiares tendrá un efecto en el valor económico que los no familiares le asignan (VE), de manera que:

$$VE_0 = VEF_0 - VSE_{ED0} \quad [13]$$

Siendo VSE_{ED} el efecto, positivo o negativo, de la influencia que la participación en la gestión y la propiedad de los miembros familiares tiene en la gestión y obtención de los flujos de efectivo. Si existe un buen VSE_{ED} , el VEF y por tanto el valor esperado de las acciones (VAF) será mayor que el asignado por los compradores y, en consecuencia, la relación entre ambos queda establecida de la siguiente manera (por sentado queda que ocurre igual con el VSE institucional, VSE_{ID} , que no será apreciado por el comprador):

$$VA_0 = VAF_0 - VSE_{ED0}$$

Todo al contrario ocurrirá si existe un mal VSE_{ED} , el VEF será menor que el asignado por los compradores y, por tanto, la relación de valor de las acciones quedaría:

$$VA_0 = VAF_0 + VSE_{ED0}$$

En términos de negociación en una compraventa, esto significa que la apreciación del valor económico por parte de los externos adquirentes (VE) será menor que el valor económico asignado por los miembros de la familia (VEF) vendedores cuando existe un buen VSE ($VE < VEF$). Cuando existe un mal VSE , entonces el valor económico asignado por los miembros de la familia (VEF) vendedores será menor que el valor económico asignado por el externo (VE) adquirente ($VE > VEF$).

6.3. Sobre el cálculo del valor socioemocional

Una de las cuestiones sobre las que queda mucho por estudiar, debatir e investigar es la relativa al cálculo del valor socioemocional (Astrachan y Jaskiewicz, 2008). El reto que queda por abordar es cómo aislar los efectos de la participación de la familia en la gestión y la propiedad sobre los flujos de renta que esta genera (VSE_{ED}), y cómo poder hacerlo con el valor apreciativo o percibido por los miembros familiares (VSE_{ID}), eminentemente psicosocial.

Se debe acordar que VSE_{ED} es un elemento intangible no visible, aunque perfectamente perceptible en el entorno corporativo y en la cultura de la empresa, por lo que afecta al valor, especialmente por parte de los inversores-propietarios familiares, pues, como intangible que es, contribuye a la generación de flujos de efectivo.

Para la valoración de activos intangibles se utilizan iguales metodologías que las vistas en el epígrafe 2 (International Valuations Standards Council, 2020; Rojo-Ramírez, 2023), si bien cada una de ellas se muestra más adecuada según el tipo de activos intangibles a los que nos refiramos. En nuestro caso se trataría de calcular VSE_{ED} asociado al efecto de la familia en los flujos de efectivo. En particular, un criterio que podría ajustarse para su cálculo sería el método de beneficio residual (Trugman, 2009), lo que supondría estimar la creación de valor de la empresa respecto de la de mercado y calcular el fondo de comercio de la empresa para poder asignar un porcentaje del mismo al VSE (Rojo-Ramírez *et al.*, 2024). La idea subyacente en este método es que las rentas atribuibles a los activos intangibles son aquellas que exceden del rendimiento razonable de todos los activos afectos que contribuyen al proceso de generación de ingresos.

La valoración se realizará en cuatro pasos:

1. Estimación de la rentabilidad económica después del impuesto sobre el beneficio (RE_{dT}) mediante la ecuación 14:

$$RE_{dT} = \frac{RBE_{dT}}{CI} \quad [14]$$

Donde:

- RBE_{dT} es el resultado bruto de explotación después del impuesto sobre el beneficio (ebitda después de impuestos).
- CI es el capital invertido de la empresa, esto es, el agregado de todos los activos, tangibles e intangibles, y los pasivos comerciales.

Esta rentabilidad (Rojo-Ramírez *et al.*, 2019) es la misma que la utilizada por Clausen y Hirth (2016), pues entendemos que el denominador utiliza todos los activos reconocidos y no solo los tangibles.

2. Cálculo de la creación de valor relativa, esto es, la relación entre la creación de valor de las empresas familiares a las que pertenece la valorada y del grupo de empresas comparable no familiares (ecuación 15).

$$r_{CV} = \frac{(RE_{dT_s} - k_{0dT_s})_{EF}}{(RE_{dT_s} - k_{0dT_s})_{EnF}} \quad [15]$$

Donde:

- k_{0dT} se refiere al coste medio ponderado de capital.

3. Cálculo del fondo de comercio (FC) utilizando la ecuación 16.

$$FC = \frac{(RE_{dT} - k_{0dT}) \times CI}{k_e} \quad [16]$$

k_e puede ser calculada, en función del tipo de empresa, por ejemplo, siguiendo la ecuación 9 para empresas no cotizadas.

4. Cálculo de VSE_{ED} multiplicando el FC por r_{CV} .

7. Conclusiones, aportaciones y líneas de investigación

La valoración de empresas es una actividad que se ha intensificado en las últimas décadas y que se sustenta fundamentalmente en la teoría de la utilidad (Mongin, 1997). Dado que la gran mayoría de las empresas son familiares, la teoría que soporta los modelos valorativos está forzosamente asociada a la EF. Sin embargo, la importante y abundante

corriente investigadora sobre la EF parece obviar este hecho y aborda esta rama de la investigación considerando que el valor de la EF es un caso especial dentro de los modelos valorativos (Chrisman *et al.*, 2024). Este artículo considera que el valor de la empresa es, en esencia, un valor de EF y, por tanto, el valor de una empresa no familiar puede ser derivado a partir del valor de la EF.

La literatura previa (p. ej., Astrachan y Jaskiewicz, 2008; Zellweger y Astrachan, 2008) ha puesto de manifiesto que el valor de la empresa no familiar difiere del de la EF debido a aspectos socioemocionales propios de este último tipo de empresas. Los factores socioemocionales pueden tener reflejo expreso en los flujos de efectivo esperados de la empresa o puede tratarse de componentes apreciativos y afectivos no incluidos en dichos flujos. Se diferencia así, por primera vez, entre valor socioemocional reconocible (valor socioemocional de naturaleza económica) y valor socioemocional afectivo (valor socioemocional de naturaleza institucional). Este desdoble del valor socioemocional permite reconciliar distintos enfoques de la investigación sobre EF, en particular, la teoría del *familiness* (Habbershon y Williams, 1999) y del *emotional endowment* (Zellweger y Dehlen, 2011).

Este trabajo estudia y sistematiza las causas por las que se lleva a cabo la valoración de la empresa desde el punto de vista de las EF, identificando la existencia de procesos internos familiares y externos no familiares que influyen en la valoración de la empresa, en particular, en la influencia del valor socioemocional en dicho valor. También aborda cuestiones técnicas relacionadas con los flujos de efectivo o rentas esperadas en las EF, así como aspectos sobre la rentabilidad mínima que demandan los propietarios e inversores familiares. En este sentido, se insiste en poner de manifiesto que las teorías existentes son efectivamente aplicables a las EF, constituyendo las empresas no familiares una excepción a la regla general.

Finalmente, se reconoce que calcular el valor socioemocional no es una tarea fácil, sugiriendo que, al tratarse el valor socioemocional de naturaleza económica de un intangible incorporado en el valor de la empresa, para calcularlo se debería de atender a los criterios existentes a este respecto (International Valuations Standards Council, 2020), lo que abre una línea de estudio de gran interés en el campo de la EF.

Este artículo efectúa algunas aportaciones en el campo de la práctica de la valoración. En particular, el enfoque y desdoble del valor socioemocional pueden ayudar a comprender mejor el comportamiento de los propietarios-inversores en la valoración de las empresas (familiares) y en la negociación, cuando tienen lugar operaciones de compraventa, ayudando a establecer rangos de precios aceptables.

En el ámbito de la investigación en EF, este trabajo aporta un nuevo enfoque para la construcción de un marco teórico del valor asociado a la empresa (familiar), un reto importante que requiere de mayor investigación (Astrachan y Jaskiewicz, 2008). En particular, se avanza en la propuesta de una metodología para el cálculo del valor socioemocional de naturaleza económica.

Como todo trabajo de investigación, el relativo a la valoración de la empresa requiere mayores aportaciones que ayuden a entender mejor este tipo de empresas. Es necesario seguir investigando en qué medida las EF ofrecen un mayor valor que las no familiares y cuáles son las causas de ello, así como profundizar en los diferentes tipos de EF y formas de gobierno corporativo y en cómo estas afectan al valor. En particular, uno de los retos a los que nos enfrentamos es delimitar y medir el valor socioemocional de naturaleza económica.

Referencias bibliográficas

- Alonso-Cañadas, J. y Rojo-Ramírez, A. A. (2012). Trends in the Discount for Lack of Marketability. *Valuation Strategies*, 15(4), 22-29.
- Anderson, R. C. y Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1329.
- Ang, J. y Kohers, N. (2001). The Take-Over Market for Privately Held Companies: The US Experience. *Cambridge Journal of Economics*, 25(6), 723-748.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (2005). Valoración de pymes. En *Comisión de valoración y financiación de empresas*.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (2020). La prima de riesgo específica en la tasa de descuento en la valoración de empresas no cotizadas. En *Comisión de valoración y financiación de empresas*.
- Astrachan, J. H. y Jaskiewicz, P. (2008). Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation. *Family Business Review*, 21(2), 139-149.
- Beltrán-Bustos, F., Molina-Sánchez, H. y Ramírez-Serrano, J. N. (2021). *Proyecciones de flujos de efectivo*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- Bentham, J. (1781). An Introduction to the Principles of Morals and Legislation. En *History of Economic Thought Books*. McMaster University Archive for the History of Economic Thought.
- Bettinelli, C., Lissana, E., Bergamaschi, M. y De Massis, A. (2022). Identity in Family Firms: Toward an Integrative Understanding. *Family Business Review*, 35(4), 383-414.
- Binz Astrachan, C., Astrachan, J. H., Kotlar, J. y Michiels, A. (2021). Addressing the Theory-Practice Divide in Family Business Research: The Case of Shareholder Agreements. *Journal of Family Business Strategy*, 12(1), 100395.
- Brück, C., Ludwig, J. y Schwering, A. (2018). The Use of Value-Based Management in Family Firms. *Journal of Management Control*, 28(4), 38-416.

- Burkart, M., Panunzi, F. y Shleifer, A. (2003). Family Firms. *The Journal of Finance*, 58(5), 2167.
- Butler, P. J., Pinkerton, K. y Kasper, L. J. (2009). Total Beta: The Missing Piece of the Cost of Capital Puzzle: A Reply. *Valuation Strategies*, 12(5), 12-17.
- Cañabate-Pozo, R. y Rojo-Ramírez, A. A. (2017). From the Tyranny of the Controlling Shareholder to the Tyranny of the Minority Partner? *Revista Española de Capital Riesgo*, 1(consolidado 2022), 5-18.
- Carney, M., Van Essen, M., Gedajlovic, E. R. y Heugens, P. P. M. A. R. (2015). What Do We Know about Private Family Firms? A Meta-Analytical Review. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(3), 513-544.
- Chemla, G., Habib, M. A. y Ljungqvist, A. (2007). An Analysis of Shareholder Agreements. *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 93-121.
- Chrisman, J. J., Chevy, H., Vismara, S. y Wu, Z. (2024). New Insights on Economic Theories of the Family Firm. *Small Business Economics*, 63, 697-711.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., Steier, L. P. y Rau, S. B. (2012). Sources of Heterogeneity in Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(6), 1103-1113.
- Clausen, S. y Hirth, S. (2016). Measuring the Value of Intangibles. *Journal of Corporate Finance*, 40, 110-127.
- Corelli, A. (2018). Company Valuation. En *Analytical Corporate Finance* (pp. 257-295). Springer International Publishing.
- Corporación Financiera Internacional (2011). *Manual IFC de gobierno de empresas familiares*.
- Cruz-Serrano, C., Justo, R. y Castro, J. C. (2008). *Family Involvement and Firm Performance: A Family Embeddedness Perspective* (working paper n.º GE8-107-I). IE Business School.
- Daspit, J. J., Chrisman, J. J., Skorodziyevskiy, V., Davis, S. y Ashton, T. (2023). Researching Family Firm Heterogeneity: A Guide to Identifying Firm-Level Categorical and Variational Differences. En K. H. Brigham y G. T. Payne (eds.), *Field Guide to Family Business Research* (pp. 46-60). Edward Elgar Publishing.
- De Massis, A., Frattini, F., Majocchi, A. y Piscitello, L. (2018). Family Firms in the Global Economy: Toward a Deeper Understanding of Internationalization Determinants, Processes, and Outcomes. *Global Strategy Journal*, 8(1), 3-21.
- Delmar, F., McKelvie, A. y Wennberg, K. (2013). Untangling the Relationships among Growth, Profitability and Survival in New Firms. *Technovation*, 33(8-9), 276-291.
- Faccio, M., Lang, L. H. P. y Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *The American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez Nickel, M., Jacobson, K. J. L. y 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.
- Granata, D. y Chirico, F. (2010). Measures of Value in Acquisitions: Family versus Nonfamily Firms. *Family Business Review*, 23(4), 341-354.
- Habbershon, T. G. y Williams, M. (1999). A Resource-Based Framework for Assessing The Strategic Advantages of Family Firms. *Family Business Review*, 12(1), 1-15.
- Hasso, T. y Duncan, K. (2013). Valuation of Family Firms: The Limitations of Accounting

- Information. *Australian Accounting Review*, 23(2), 135-150.
- Haveman, H. A. y Gualtieri, G. (2017). Institutional Logics. *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*, 1-22.
- Hirigoyen, G. (2014). Valeur et évaluation des entreprises familiales. *Revue Française de Gestion*, 242(5), 119-134.
- Institute for Mergers Acquisitions and Alliances (2024). *Number of Merger and Acquisition (M&A) Transactions Worldwide*. Thomson Reuters; S&P Capital IQ.
- Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar (2015). *La empresa familiar en España (2015)*.
- Instituto de la Empresa Familiar y Red de Cátedras de Empresa Familiar (2018). *Factores de competitividad y análisis financiero en la empresa familiar*.
- International Valuations Standards Council (2020). *International Valuation Standards*.
- Kahneman, D. y Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kammerlander, N., Sieger, P., Voordeckers, W. y Zellweger, T. M. (2015). Value Creation in Family Firms: A Model of Fit. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 63-72.
- Kotlar, J., De Massis, A., Fang, H. y Frattini, F. (2014). Strategic Reference Points in Family Firms. *Small Business Economics*, 43(3), 597-619.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Le Breton-Miller, I. y Miller, D. (2013). Socio-emotional Wealth Across the Family Firm Life Cycle: A Commentary on «Family Business Survival and the Role of Boards». *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1391-1397.
- Lepak, D. P., Smith, K. G., Taylor, M. S., Lepak, D. P., Smith, K. E. N. G. y Taylor, M. S. (2017). Introduction to Special Topic Forum Value Creation and Value Capture: A Multilevel Perspective. *Academy of Management Review*, 32(1), 180-194.
- Luong, T. T., Dang, C. M. y Tran, Q. N. (2023). Drivers of Knowledge Transfer for Succession in Family Business: A Perspective Article. *Journal of Family Business Management*, 14(4), 813-822.
- Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Yale University Press.
- Martínez-Alonso, R., Martínez-Romero, M. J. y Rojo-Ramírez, A. A. (2024). Unveiling New Opportunities: A Mixed Gamble Approach to External Search Breadth Within Family Firms. *Technovation*, 129, 102896.
- Martínez-Romero, M. J. y Rojo-Ramírez, A. A. (2016). SEW: Looking for a Definition and Controversial Issues. *European Journal of Family Business*, 6(1), 1-9.
- Martínez-Romero, M. J. y Rojo-Ramírez, A. A. (2017). Socioemotional Wealth's Implications in the Calculus of the Minimum Rate of Return Required by Family Businesses' Owners. *Review of Managerial Science*, 11(1), 95-118.
- McConaughy, D. L. (1999). Is the Cost of Capital Different for Family Firms? *Family Business Review*, 12(4), 353-360.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H. y Cannella, A. A. (2007). Are Family Firms Really Superior Performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Mongin, P. (1997). Expected Utility Theory. En J. Davis, W. Hands y U. Maki (eds.), *Handbook of Economic Methodology* (pp. 342-350). Edward Elgar.

- Morck, R. (2014). The Social Value of Shareholder Value. *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 185-193.
- Muñoz-Bullón, F., Sánchez-Bueno, M. J. y Suárez-González, I. (2018). Diversification Decisions among Family Firms: The Role of Family Involvement and Generational Stage. *BRQ Business Research Quarterly*, 21(1), 39-52.
- Naldi, L., Nordqvist, M., Chirico, F., Gómez-Mejía, L., Ashforth, B. E., Swartz, R. y Melin, L. (2024). From «FIBER» to «FIRE»: Construct Validation and Refinement of the Socioemotional Wealth Scale in Family Firms. *Entrepreneurship & Regional Development*, 1-36.
- Parola, H. R., Ellis, K. M. y Golden, P. (2015). Performance Effects of Top Management Team Gender Diversity During the Merger and Acquisition Process. *Management Decision*, 53(1), 57-74.
- Pindado, J., Requejo, I. y Torre Olvera, C. de la (2014). Family Control, Expropriation, and Investor Protection: A Panel Data Analysis of Western European Corporations. *Journal of Empirical Finance*, 27, 58-74.
- Pinelli, M. y Debellis, F. (2024). Long-Term Orientation, Family-Intensive Governance Arrangements, and Firm Performance: An Institutional Economics Perspective. *Small Business Economics*, 63, 731-754.
- Porter, M. E. y Kramer, M. R. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1-2).
- Recondo-Porrúa, R. (2022). *Estructura y dinámica del mercado de capital riesgo*. Tirant lo Blanch.
- Reverte-Maya, C., Sánchez-Hernández, M. del M. y Rojo-Ramírez, A. A. (2016). The Profile of Venture Capital Investments: The European Context. *International Journal of Business and Globalisation*, 17(1), 83-110.
- Rojo-Ramírez, A. A. (2009). Importancia de la valoración de la empresa familiar: Los problemas de liquidez. *Revista de Estudios Empresariales*, 2.ª época(2), 38-61.
- Rojo-Ramírez, A. A. (2014). Privately Held Company Valuation and Cost of Capital. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 9(1), 1-22.
- Rojo-Ramírez, A. A. (2021). Minimum Rate of Return of the Owner-Investor. The Case of the Family SME. *Small Business International Review*, 5(1), e287.
- Rojo-Ramírez, A. A. (2023). *Manual de valoración de empresas, partes de empresas y unidades de negocio*. Garceta.
- Rojo-Ramírez, A. A. y Cañabate-Pozo, R. (2012). La separación de socios en la empresa familiar y el reparto de dividendos. *Revista de Empresa Familiar*, 2(2), 41-56.
- Rojo-Ramírez, A. A. y García-Pérez de Lema, D. (2006). Valoración de empresas en España: Un estudio empírico. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 35(32), 913-934.
- Rojo-Ramírez, A. A. y Martínez-Romero, M. J. (2015). Creación de valor de las empresas bajo el modelo de margen incremental mínimo. *Revista Internacional Legis del Contador y Auditoría*, 64, 121-148.
- Rojo-Ramírez, A. A. y Martínez-Romero, M. J. (2018). Required and Obtained Equity Returns in Privately Held Businesses: The Impact of Family Nature. Evidence Before and After the Global Economic Crisis. *Review of Managerial Science*, 12(3), 771-801.
- Rojo-Ramírez, A. A., Alonso-Cañadas, J. y Casado-Belmonte, M. del P. (2012). La importancia del valor residual en el valor final de la empresa. *Revista Española de Capital Riesgo*, 1, 21-34.
- Rojo-Ramírez, A. A., Cruz-Rambaud, S., Voordeckers, W. y Martínez-Romero, M. J.

- (2019). La valoración de empresas: retos de futuro y rentabilidad mínima. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 128, 18-21.
- Rojo-Ramírez, A. A., Gálvez-Rodríguez, M. M. y Alonso-Cañadas, J. (2010). La valoración por las sociedades de capital riesgo en la práctica. *Revista Española de Capital Riesgo*, julio-septiembre(3), 3-13.
- Rojo-Ramírez, A. A., Martínez-Romero, M. J. y Mariño-Garrido, T. (2018). How the Equity Terminal Value Influences the Value of the Firm? *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 13(1), 14.
- Rojo-Ramírez, A. A., Martínez-Romero, M. J. y Martínez-Alonso, R. (2024). El valor socioemocional y estrategia de compraventa en la empresa familiar. En *Gestión de la incertidumbre: dimensiones económica, social y ambiental*. XXI Encuentro Internacional de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (Faro, Portugal, 19-20 de septiembre de 2024).
- Sáez-Lacave, I. y Bermejo-Gutiérrez, N. (2010). Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-Along and Drag-Along Clauses. *European Business Organization Law Review*, 11(3), 423-458.
- Salvato, C. y Melin, L. (2008). Creating Value across Generations in Family-Controlled Businesses: The Role of Family Social Capital. *Family Business Review*, 21(3), 259-276.
- Santulli, R., Gallucci, C., Torchia, M. y Calabrò, A. (2022). Family Managers' Propensity Towards Mergers and Acquisitions: The Role of Performance Feedback. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 29(2), 293-310.
- Saura, E. y Etzi, R. (2023). Valoración de startups, ¿qué enfoque adoptar? *Revista Española de Capital Riesgo*, 4, 45-56.
- Stommel, E., Gottschalck, N., Hack, A., Eddleston, K. A., Kellermanns, F. y Kraiczy, N. (2024). What is Your Reference Point? How Price Volatility and Organizational Context Affect the Reference Points of Family and Nonfamily Managers. *Small Business Economics*, 63, 805-829.
- Suárez-Cabrera, M. K. y Santana-Martín, D. J. (2004). Governance in Spanish Family Business. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 10(1-2), 141-163.
- Trugman, G. R. (2009). *Essentials of Valuing a Closely Held Business*. Linda Prentice Cohen.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006). How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Visscher, F. M. de, Aronoff, C. E. y Ward, J. L. (2011). *Financing Transitions: Managing Capital and Liquidity in the Family Business*. Palgrave MacMillan.
- Von Neumann, J. y Morgenstern, O. (1947). *The Theory of Games and Economic Behavior* (vol. 2). Princeton University Press.
- Voordeckers, W., Martínez-Romero, M. J. y Rojo-Ramírez, A. A. (2024). Family Governance Practices and the Minimum Required Rate of Return in Privately Held Family Firms. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 20, 1245-1273.
- Worek, M. (2017). Mergers and Acquisitions in Family Businesses: Current Literature and Future Insights. *Journal of Family Business Management*, 7(2), 177-206.
- Zellweger, T. M. (2017). *Managing the Family Business. Theory and Practice*. Edward Elgar.
- Zellweger, T. M. y Astrachan, J. H. (2008). On the Emotional Value of Owning a Firm. *Family Business Review*, 21(4), 347-363.



Zellweger, T. M. y Dehlen, T. (2011). Value is in the Eye of the Owner: Affect Infusion and Socioemotional Wealth Among Family Firm Owners. *Family Business Review*, 25(3), 280-297.

Zellweger, T. M., Kellermanns, F. W., Chrisman, J. J. y Chua, J. H. (2011). Family Control and Family Firm Valuation by Family CEOs: The Importance of Intentions for Trans-generational Control. *Organization Science*, 23(3), 851-868.

Alfonso A. Rojo-Ramírez. Catedrático de Contabilidad y Finanzas. Comenzó su carrera en 1981 en la Universidad Autónoma de Madrid, donde se doctoró en 1986. En 1997 se trasladó a la Universidad de Almería, donde ejerce actualmente en el Departamento de Economía y Empresa. Su investigación principal se desarrolla en el campo del análisis financiero y la valoración de empresas, con especial énfasis en la empresa familiar. Ha publicado numerosos libros y artículos de impacto nacional e internacional y ha presentado numerosas ponencias en congresos. <https://orcid.org/0000-0002-1295-7614>

Aportación: conceptualización, formulación y definición de los objetivos de la investigación, redacción del borrador inicial, discusión y revisión de los antecedentes, redacción de las conclusiones y supervisión del trabajo final.

María José Martínez-Romero. Profesora titular de universidad en el Departamento de Economía y Empresa de la Universidad de Almería. Es autora de numerosas publicaciones en revistas internacionales de reconocido prestigio, así como libros y capítulos de libro, sobre temas relacionados con la empresa familiar o el rendimiento económico-financiero, entre otros. Es editora asociada de la revista *Small Business International Review*. Imparte docencia en grados como Finanzas y Contabilidad y ADE, así como en diversos másteres. <https://orcid.org/0000-0001-7891-1558>

Aportación: redacción del borrador inicial, discusión y revisión de los antecedentes y las conclusiones y supervisión del trabajo final.

Rubén Martínez-Alonso. Profesor asistente de Contabilidad y Finanzas en el Departamento de Economía y Empresa de la Universidad de Almería. Sus principales intereses de investigación incluyen la investigación de empresas familiares centrada en aspectos emocionales, innovadores, de gestión y financieros. Su investigación ha sido publicada en revistas como *Review of Managerial Science*, *Journal of Business Research*, *Technovation*, *Business Research Quarterly BRQ* y *European Journal of Innovation Management*. <https://orcid.org/0000-0001-7389-762X>

Aportación: redacción del borrador inicial, discusión y revisión de los antecedentes y las conclusiones y supervisión del trabajo final.