

## Trabajo Fin de Grado

El Crecimiento de la Empresa Familiar:  
Sostenibilidad y Rentabilidad

Growth of Family Firms: Sustainability and  
Profitability

Autor/es

Luis Colell Andaluz

Director/es

Vicente Salas Fumás

## Resumen

La dimensión media de las empresas españolas es muy inferior a la de otros países con más innovación, internacionalización y productividad. El crecimiento rentable es uno de los retos principales de la empresa española que comparten las empresas familiares en cuanto son una abrumadora mayoría dentro del tejido empresarial. El TFG presenta una descripción de la situación y características de las empresas familiares en España, propone una herramienta sencilla para la gestión financiera del crecimiento sostenible que se adapta bien a las peculiaridades de la empresa familiar, y realiza un análisis detallado de la experiencia de crecimiento de MERCADONA, empresa familiar, en los últimos veinte años. El caso práctico, utilizando información de la base de datos SABI, ilustra las posibilidades de aplicación de la herramienta y aporta algunas claves para conocer mejor la historia de una empresa de éxito: el importante papel de la financiación de proveedores en las etapas iniciales de crecimiento; la posterior mejora del margen de beneficios según se reduce la dependencia de la financiación de proveedores; el agotamiento de las oportunidades de crecimiento en España; y la decisión de expandirse por otros países Europeos.

**Palabras clave:** Empresa familiar, crecimiento sostenible, rentabilidad, MERCADONA

## Abstract

The average size of Spanish firms is considerably lower than that of neighbor countries, more innovative, internationalized and productive than Spain. To achieve profitable growth is one the main challenges of Spanish firms and also the challenge of family firms in Spain since they are a clear majority among small and medium size enterprises. This End of Bachelors Paper presents a description of the situation and characteristics of family firms in Spain, proposes a simple tool for the management of financially sustainable suitable for the particular features of family firms, and performs a detailed analysis of the growth experience of MERCADONA, a leading Spanish family firm, in the past twenty years. The case study, using information from the SABI-INFORMS data base, illustrates the usefulness of the proposed tool and contributes to a better understanding of the history of a highly successful firm: the importance of financial trade, from suppliers, in the early stages of growth, the progressive improvement in profit margin as the dependence from supplier diminishes, the exhaustion of growth opportunities in Spain, and explanation of why the firm has decided to expand to other European countries.

**Key words:** Family firms, sustainable growth, profitability, MERCADONA

## INDICE GENERAL

<b>1. Introducción general .....</b>	<b>5</b>
<b>1.1. Presentación del tema y relevancia .....</b>	<b>5</b>
<b>1.2. Breve descripción del contenido del trabajo .....</b>	<b>6</b>
<b>2. Empresa familiar: aspectos generales.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 La empresa española: dimensión y propiedad .....</b>	<b>7</b>
<b>2.2. Rasgos definatorios de la empresa familiar .....</b>	<b>8</b>
<b>2.3 Retos de la empresa familiar .....</b>	<b>12</b>
<b>3. Crecimiento sostenible.....</b>	<b>14</b>
<b>3.1. Gestión del margen.....</b>	<b>16</b>
<b>3.2 Gestión de las necesidades de capital.....</b>	<b>18</b>
<b>3.3 Crecimiento y rentabilidad.....</b>	<b>18</b>
<b>4. El caso de MERCADONA .....</b>	<b>19</b>
<b>4.1. La estrategia de crecimiento.....</b>	<b>20</b>
<b>4.2. Análisis DAFO .....</b>	<b>22</b>
<b>4.3. Crecimiento sostenible .....</b>	<b>24</b>
<b>5. Conclusión .....</b>	<b>34</b>
<b>6. Bibliografía .....</b>	<b>36</b>
<b>7. Anexo .....</b>	<b>38</b>

## INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 4.3: Estructura del activo del balance de MERCADONA .....	25
Gráfico 4.4: Estructura del pasivo del balance de MERCADONA.....	26
Gráfico 4.5: Evolución de los fondos propios de MERCADONA en euros constantes (1995-2016).....	27
Gráfica 4.6: Evolución de los principales márgenes de beneficios de MERCADONA.....	28
Gráfico 4.7: Productividad del capital MERCADONA .....	29
Gráfico 4.8: Rentabilidad de MERCADONA .....	31
Gráfico 4.9: Crecimiento potencial y crecimiento observado (ventas) de MERCADONA.....	34

## INDICE DE CUADROS

Cuadro 5.1: Crecimiento de MERCADONA en términos reales .....	32
Cuadro 5.2: Cálculo del Crecimiento sostenible de MERCADONA .....	33
Cuadro A1: Balance y estructura de MERCADONA(1995-2016) .....	38
Cuadro A2: Cuenta de resultados y estructura de MERCADONA (1995- 2016) .....	39
Cuadro A3: Ratios productividad MERCADONA (1995-2016) .....	39
Cuadro A4: Ratios rentabilidad MERCADONA (1995-2016).....	39

## **1. Introducción general**

### *1.1. Presentación del tema y relevancia*

El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo estudiar la gestión del crecimiento en la empresa familiar, con una aplicación al caso de la empresa MERCADONA. La empresa familiar está reconocida como una de las formas de propiedad dominante en las economías desarrolladas, incluida España donde se estima que alrededor del 90% de las empresas son familiares (IEF, 2016). Para que la empresa familiar pueda hacer compatible la competitividad que le exige la rivalidad con otras empresas en el mercado de productos, con la preservación del control y la propiedad dentro de los límites del parentesco familiar (en el presente y en generaciones futuras), la gestión del crecimiento se demuestra especialmente crítico (GEYER, 2015, ERNST and YOUNG, 2012). La relevancia del tema elegido está por tanto justificada por la importancia cuantitativa y cualitativa de las empresas familiares en la economía, y por el carácter crítico de la gestión del crecimiento para la viabilidad de la empresa familiar.

El contenido del TFG se divide en dos partes principales, una de carácter más conceptual donde, entre otros aspectos, se presenta el concepto de crecimiento sostenible como referencia principal para el estudio de la dimensión económico-financiera de la empresa familiar, y una segunda parte de carácter más práctico sobre el caso de MERCADONA. Esta empresa es un buen ejemplo de crecimiento rápido, rentable, y compatible con la preservación de la naturaleza familiar, por lo que su estudio nos ayudará a entender mejor las claves del éxito de las empresas familiares. El estudio del caso MERCADONA ha requerido elaborar una completa base de datos con el balance y la cuenta de resultados de la compañía en los últimos case 25 años, a partir de SABI.

La elección de este tema para la realización del TFG, además de por la relevancia general del mismo a la que nos hemos referido anteriormente, tiene otras justificaciones. Una de ellas es la de formar parte de una familia que posee una empresa y por tanto la empresa familiar, su problemática particular, sus puntos fuertes y débiles, forman parte de mi vida cotidiana y tal vez en un futuro también de mi actividad profesional. Otra

justificación es porque la temática del TFG me permite poner a prueba y complementar la formación adquirida en varias disciplinas de la carrera. Por un lado el estudio me permite relacionar la forma de propiedad de la empresa con sus decisiones estratégicas y organizativas, decisiones que se estudian en cursos de Dirección Estratégica y de Organización. Además el concepto de crecimiento sostenible me obliga a relacionar las partidas de los estados contables con las decisiones de gestión, es decir me obliga a integrar asignaturas de Contabilidad y Finanzas con las asignaturas de dirección. Finalmente la aplicación al caso MERCADONA me ha acercado a las bases de datos empresariales existentes en España, por ejemplo SABI, lo que considero de utilidad práctica en si mismo.

### *1.2. Breve descripción del contenido del trabajo*

Junto a esta introducción general el resto del TFG se estructura en los siguientes apartados y contenidos. El apartado segundo está dedicado a proporcionar alguna información sobre las características de las empresas familiares, tanto en lo que se refiere a rasgos estructurales como la dimensión, como a otros aspectos cualitativos que son relevantes para enmarcar mejor el tema del crecimiento.

El apartado tercero está dedicado a desarrollar el concepto de crecimiento sostenible que es el elegido en este trabajo como guía para orientar la gestión del crecimiento en la empresa familiar. El concepto se traduce en una fórmula sintética en la que intervienen un conjunto de parámetros que se relacionan con decisiones de gestión como por ejemplo decisiones sobre estructura financiera y política financiera, así como con indicadores de productividad y margen financiero. En una extensión de fórmula básica se comprueba que el crecimiento sostenible de la empresa se mueve en paralelo con las cifras de rentabilidad empresarial de manera que desde esta perspectiva no hay conflicto entre rentabilidad y crecimiento.

El apartado cuarto presenta los resultados de aplicar el concepto de crecimiento sostenible a la historia durante los últimos casi 25 años de la empresa MERCADONA, una empresa familiar de éxito. Para esta aplicación se elabora primero una base de datos relativamente completa sobre balance y cuenta de resultados e indicadores de rentabilidad, productividad y crecimiento de MERCADONA durante los años de

estudio. Posteriormente a partir de estos datos se analiza si el crecimiento observado de MERCADONA en estos años cumple con las condiciones de sostenibilidad establecidas en el apartado anterior.

Finalmente en las conclusiones se resumen los resultados principales y se valoran los mismos en el marco de la experiencia de aprendizaje del TFG.

## **2. Empresa familiar: aspectos generales**

### *2.1 La empresa española: dimensión y propiedad*

Según el Directorio Central de Empresas, DIRCE, con datos elaborados por el INE existen en España alrededor de 3,2 millones de empresas constituidas como personas jurídicas. Más de la mitad de estas empresas no tiene asalariados y de las que tienen asalariados el 95% son micro empresas es decir emplean a menos de 10 asalariados (DGPYME, 2016). La asimetría en la distribución de tamaños empresariales, un número elevado de pequeñas empresas y un número comparativamente muy reducido de grandes, es un rasgo común en todas las economías, aunque en el caso de España las empresas pequeñas están sobre representadas, comparado con Alemania por ejemplo. En este sentido con datos de Eurostat el tamaño medio de las empresas españolas es de cinco trabajadores mientras que el de las alemanas es de doce trabajadores.

Otro rasgo característico del tejido empresarial de la mayoría de los países es que la gran mayoría de las empresas se identifican como empresas familiares. Por ejemplo en el caso de España un Informe reciente elaborado por el Instituto de la Empresa Familiar IEF (2016) indica que el 90% de las empresas en España son familiares, entendiendo por empresa familiar aquella en la que su gestión está directamente influenciada por una familia porque la controla total o parcialmente. Los datos son similares para otros países europeos (KPMG, 2015)

La escasa dimensión media de las empresas españolas y concretamente el escaso peso de empresas y personas ocupadas en los tramos de tamaños medios y grandes (a partir de 50 trabajadores) se valora desde distintas instancias públicas y privadas como uno de los cuellos de botella para el crecimiento de la productividad de la economía española y en

general un cuello de botella para la innovación y la internacionalización. Aumentar el tamaño de las empresas, es decir desbloquear los factores que impiden su crecimiento, se ha convertido en un objetivo prioritario de las políticas públicas (declaración del Ministro de Guindos en la XXXIII reunión del Círculo de Economía en Sitges; La Vanguardia, mayo de 2017).

Si convenimos que la mayor parte de las empresas españolas son familiares y casi el 100% cuando se trata de PYMES (DGPYME: 2016), el crecimiento de las empresas españolas para conseguir un tejido productivo con más peso de las empresas medianas y grandes sólo será posible en la medida en que las familias que controlan esas empresas encuentren los mecanismos para aumentar la dimensión sin perder la capacidad de influencia, es decir sin perder el control familiar. La conjunción de estructura de tamaños empresariales sesgada hacia las pymes, el objetivo político de aumentar la dimensión para que las empresas sean más competitivas, y la propiedad familiar de la mayoría de las actuales unidades productivas en España, coloca al crecimiento de la empresa familiar en un lugar destacado no solo desde el punto de vista de las propias empresas y sus intereses particulares, sino también desde el interés general.

## *2.2. Rasgos definitorios de la empresa familiar*

El control de la familia, es decir de un número de personas con vínculos de parentesco entre sí, se considera un rasgo definitorio común en todas las definiciones de empresa familiar. Existen sin embargo varias definiciones formales de empresa familiar que conviene recordar pues sus matices tienen relevancia para el crecimiento. En este sentido, la definición oficial de Empresa Familiar acordada en 2008 en Bruselas por el Grupo Europeo de Empresas Familiares (GEEF) y en Milán por el Board del Family Business Network (FBN), las dos principales instituciones internacionales representantes de las empresas familiares, dice lo siguiente:

*“Una compañía sin importar su tamaño es considerada familiar si cumple las siguientes condiciones:*

*a) La mayoría de los votos son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía; o, son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido*

*el capital social de la empresa; o son propiedad de sus esposas, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s).*

*b) La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta.*

*c) Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía.*

*d) A las compañías cotizadas se les aplica la definición de Empresa Familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social”.*

La definición anterior condiciona el calificativo de familiar a que la familia tenga el control por la vía de la propiedad y que además se involucre en la dirección del negocio. Sin embargo ignora un rasgo que creemos importante y que sí se destaca en otras definiciones de empresa familiar. El rasgo de la sucesión. Por ejemplo la Cátedra PRASA de Empresa Familiar (Universidad de Córdoba) entre otros criterios establece que para que una empresa sea familiar debe cumplirse que

*La empresa debe tener una voluntad de permanencia más allá de la vida o de la vida activa del fundador y de los actuales titulares. Esta idea de la continuidad es la nota que desde un punto de vista meta-jurídico caracteriza y da un especial sentido a la empresa familiar, la continuidad de la misma, la voluntad y deseo de los miembros de la familia de su mantenimiento en el seno del grupo, como un legado a transmitir a las generaciones futuras.*

La definición sintética de CORONA y TÉLLEZ ROCA (2011) incorpora de forma clara y concisa los rasgos más definitorios de la empresa familiar.

*"Empresa familiar es aquella en la que un grupo familiar está en condiciones de designar al máximo ejecutivo de la compañía, de fijar la estrategia empresarial de la misma, y todo ello con el objetivo de continuidad generacional, basado en el deseo conjunto de fundadores y sucesores de mantener el control de la propiedad y la gestión en la familia".*

A partir de esta definición de empresa familiar el IEF ha dirigido recientemente un

estudio de la empresa familiar en España que proporciona información cualitativa relevante sobre este tipo de empresas y sobre los retos de competitividad futuros que tienen por delante<sup>1</sup>.

- Rasgos cualitativos: diagnóstico.

· *Dimensión*: Reducido tamaño medio que constituye un problema frente a posibles necesidades de innovación o internacionalización. Además, las empresas deberían focalizar una mayor parte de sus recursos en el crecimiento para estabilizar su situación.

· *Internacionalización*: La internacionalización constituye un gran reto tanto para las empresas familiares como para las no familiares, la mayor parte de las empresas se dedican a un mercado regional o nacional. Dentro de las empresas familiares el reto es importante debido a que el 67,3% no vende fuera de España, circunstancia que se relaciona con su escasa dimensión.

· *Innovación*: La sociedad actual está en un constante proceso de cambio que afecta directamente al entorno de la empresa. Ante la gran cantidad de cambios tecnológicos y sociales la empresa familiar se enfrenta al reto de la innovación. La empresa debe adaptarse e innovar para ser competitiva y mantenerse en el mercado, la gran mayoría de las empresas familiares ha acometido algún tipo de innovación durante los 3 últimos años, cifra muy superior al promedio de la empresa española.

· *Transmisión de la propiedad*: Una dificultad a la que se enfrentan las empresas familiares es la transmisión de la propiedad de una generación a otra. Además un dato importante a conocer sobre una empresa familiar es si la propiedad de la misma pertenece a la primera generación o posteriores. En España, el 53,6% de las empresas son propiedad de la primera generación, un 37,3% de la segunda generación y 9,2% de la tercera o ulteriores generaciones. Además los datos revelan que previo a la

---

<sup>1</sup> El Informe del IEF ( 2016) reconoce las dificultades técnicas y metodológicas a que se enfrenta un estudio de estas características y expone con detalle como se han subsanado o tenido en cuenta en la elaboración del mismo. Véase también AROSA et al (2010); ROJO et al., (2011); LOPEZ Y DIEGUEZ (2015), entre otros

transmisión de la propiedad se produce la entrada de la siguiente generación en la dirección de la empresa. Esta transmisión de la propiedad puede ser además un lastre para el crecimiento y desarrollo de la empresa ya que en el periodo de adaptación entre una generación y otra la fase de crecimiento puede verse afectada.

· *Formación:* En cualquier empresa, incluidas las familiares, la formación del personal es un papel fundamental, tanto para el desarrollo individual como colectivo. Las empresas deben poseer un plan de formación adecuado a sus objetivos y personal. Respecto a las empresas familiares, el 52,9% cuentan con un plan de formación específico, lo que supone un punto positivo ya que en un futuro podrán beneficiarse de las ventajas derivadas de una adecuada cualificación de sus empleados para el desempeño de sus trabajos.

Otro aspecto importante dentro de la formación es la cualificación de los directivos; En referencia a los directivos familiares, el 44,5% cuenta con formación universitaria y un 36,5% tiene experiencia en otras empresas. Dentro del grupo de los que carecen información universitaria pueden encontrarse fundadores de empresas que han construido la empresa desde su capacidad de iniciativa y trabajo, lo que indica que hay un margen de profesionalización dentro de la empresa familiar.

· *Reparto de beneficios:* El reparto de beneficios de una empresa familiar dista bastante respecto a una empresa normal. Un rasgo típico en la empresa familiar es la reinversión de beneficios, es decir, la autofinanciación. En promedio, las empresas familiares reparten solamente el 3,6% de beneficios y el 86,2% no han repartido beneficios en los últimos dos años. Los efectos de la crisis que hemos sufrido han influido directamente en esta decisión. Esta reinversión puede ser un factor clave en la autofinanciación y el crecimiento de una empresa familiar de reducido tamaño.

· *Gestión de la fiscalidad:* Otro elemento distintivo de las empresas familiares es la adecuada gestión de la fiscalidad. Las empresas persiguen la existencia de un marco fiscal que facilite la transmisión de proyectos empresariales entre generaciones de manera que la existencia de elevadas cargas fiscales no lastre un proceso ya de por sí muy complicado y de alto riesgo. Aun así, el 51,3% de las empresas familiares desconocen el marco fiscal específico de las empresas familiares.

· *Protocolo familiar*: el protocolo familiar es una herramienta vital para regular el funcionamiento de la empresa y la implicación familiar con vistas a la continuidad del proyecto empresarial. A pesar de tener una gran importancia, sólo el 8,9% de las empresas españolas poseen uno por escrito (RUSELL REYNOLDS ASSOCIATES, 2015).

· *Proceso de sucesión*: El proceso de sucesión tanto de la propiedad como de la dirección es un momento muy delicado para una empresa familiar por lo que una empresa familiar debería tener un plan elaborado al respecto. Respecto al método de transmisión el método mas común es la herencia, seguido de la donación, siendo el menos utilizado la venta de la propiedad. El éxito del proceso de sucesión depende de su planificación, incluyendo los criterios que debe reunir el sucesor y el modo en el que se realizará.

Las empresas se basan en diferentes criterios para elegir al sucesor, entre los criterios más comunes se encuentran: la pertenencia a la familia propietaria (73,1%) y la experiencia profesional en la empresa (45,4%). Este resultado es coherente con el apartado anterior analizado en referencia al bajo número de directivos con formación universitaria.

### *2.3 Retos de la empresa familiar*

El propio Informe recoge la opinión de las empresas respecto a los principales retos a que se enfrentan. Las respuestas se resumen en tres: 1- La situación económica, 2- La subsistencia de la empresa y 3- El aumento de dimensión.

La situación económica está fuera de la capacidad de actuación de las empresas. Los otros dos tienen mucho o todo que ver con las decisiones empresariales además de estar íntimamente relacionados: La transmisión generacional es un punto crítico para asentar lo conseguido y para aprovechar los inputs nuevos en un nuevo desarrollo cuantitativo y cualitativo de la empresa.

En relación al tamaño y la competitividad el Informe reconoce que existen factores específicos de las empresas familiares que limitan su tamaño, entre los que destacan la

madurez de los sectores donde operan, las dificultades financieras, la resistencia al cambio de los líderes y, fundamentalmente, el temor a perder el control familiar y la preferencia por la estabilidad frente a los objetivos económicos. Sin embargo, la empresa debe alcanzar un tamaño mínimo para poder subsistir ya que se ha demostrado una mayor rentabilidad y competitividad conforme el tamaño es mayor.

Por otra parte, las empresas con mayor tamaño pueden formular estrategias de una manera más eficaz, eficacia que está ligada al hecho de que con la dimensión las empresas adquieran una mayor movilidad estratégica que siempre va a suponer una ventaja competitiva. La movilidad estratégica se asienta a su vez en la evidencia empírica de que la dimensión empresarial se asocia positivamente con la capacidad de innovación y con la internacionalización de las empresas.

Para que las empresas familiares aprovechen las ventajas de la dimensión es necesario que exista un número de ellas suficientemente importante que aumenten su dimensión actual. Es decir el reto de la empresa familiar es el crecimiento. Para afrontarlo se necesitan dos condiciones de partida. La primera tiene que ver con la profesionalización del gobierno y la gestión de la empresa, es decir que la gobernanza y la dirección de la empresa familiar se asignen a personas cualificadas para ello y que puedan ejercer las funciones encomendadas sin injerencias de la familia propietaria. Alcanzar este objetivo no es fácil pero las empresas familiares han conseguido avanzar en este proceso a través de la implantación de protocolos familiares cada vez mejor diseñados. La profesionalización de la gestión y la implantación generalizada de los protocolos familiares son temas sin duda importantes pero que quedan fuera de este estudio.

La segunda condición para el crecimiento es que la empresa familiar gestione los fondos financieros necesarios para la inversión en activos ligados al crecimiento de forma que se preserve el equilibrio correcto entre aprovechar las oportunidades de crecimiento rentable y a la vez mantener acotados los riesgos que amenacen la supervivencia de la propia empresa.

Para financiar los activos necesarios para el crecimiento de una empresa, esta puede optar por la autofinanciación, endeudamiento o ampliaciones de capital. Dado que una empresa familiar busca mantener el control de la familia, no puede recurrir

indiscriminadamente a ampliaciones de capital ya que supondría la entrada de socios externos y la pérdida del poder familiar. Por esto, la empresa familiar debe compaginar su crecimiento con la autofinanciación y un endeudamiento moderado.

La autofinanciación pone en conflicto los intereses de la empresa frente a los individuales de cada socio ya que supone disminuir el reparto de dividendos con el fin de aumentar los fondos propios. Por otra parte, el endeudamiento al igual que en cualquier empresa no puede ser excesivo ya que supondría un lastre para el crecimiento y comprometería el futuro de la empresa y el capital familiar.

Vista esta problemática a continuación se presenta el concepto de crecimiento sostenible como guía de decisiones económicas y financieras para una dirección profesional que busca la rentabilidad respetando las restricciones que impone una estructura financiera y una política de dividendos dadas.

### **3. Crecimiento sostenible**

Se define como “el crecimiento anual en las ventas de la empresa consistente con las políticas financieras establecidas, concretamente su ratio de endeudamiento y su ratio de reparto de dividendos” (HIGGINS, 1977, CHURCHILL y MULLINS, 2001). Para calcularlo definimos:

$m = \text{margen} = \text{Beneficio Neto} / \text{Ventas}$

$t = \text{Necesidad de inversión} = \text{Euros de activo neto que es necesario invertir para generar un euro de ventas; se supone que las necesidades de inversión son las mismas para las ventas presentes que para las futuras.}$

$d = \text{tasa de reparto de dividendos} = \text{Dividendos} / \text{Beneficio neto}$

$L = \text{Endeudamiento} = \text{Ratio de Deuda no Comercial sobre Fondos Propios}$

$V = \text{Ventas actuales de la empresa}$

$\Delta V = \text{Incremento anual en las ventas}$

El incremento de inversión, activos, que será necesaria para generar el incremento en las ventas es igual a  $t \Delta V$ . Para financiar estos activos adicionales la empresa contará con

los beneficios del ejercicio que no se paguen como dividendos y se retengan en la empresa,  $m(V + \Delta V)(1-d)$ , más el incremento de deuda que permiten estos beneficios retenidos para la ratio de endeudamiento actual,  $m(V + \Delta V)(1-d)L$ . Es decir la igualdad entre necesidades de fondos y disponibilidades de fondos para el incremento de ventas  $\Delta V$  se expresa por:

$$t \Delta V = m(V + \Delta V)(1-d)(1+L)$$

Sustituyendo para  $g = \Delta V / V$  se obtiene la tasa de crecimiento sostenible como:

$$g_s = \frac{m(1-d)(1+L)}{t - m(1-d)(1+L)} \quad (1)$$

Crecer por encima de esta tasa significa que la empresa deberá necesariamente incumplir alguna de sus políticas financieras, bien aumentar su endeudamiento o bien reducir la tasa de reparto de dividendos. Crecer por debajo de esta tasa significa que la empresa acumulará recursos financieros ociosos en forma de tesorería por encima de la necesaria para el funcionamiento ordinario del negocio. Como lo más probable es que sus accionistas o propietarios sí tendrán algo útil que hacer con esos fondos ociosos que guarda la empresa, esta última terminará por repartir esos recursos ociosos entre sus accionistas aumentando la tasa de reparto de dividendos (o reducirá la deuda).

El concepto de crecimiento sostenible es particularmente relevante para la empresa familiar porque, en general, las empresas familiares están muy limitadas en cuanto a las decisiones sobre las políticas financieras a seguir. Por un lado, la prioridad que se da al objetivo de supervivencia de la empresa, incluida la transferencia generacional de la propiedad y el control, llevará a límites en el nivel de endeudamiento que no supongan amenaza para una eventual quiebra o insolvencia. O dicho de otra manera, la empresa familiar se marcará un límite en su endeudamiento para el cual la probabilidad de insolvencia o quiebra no rebase un determinado umbral.

Por otro lado, atender a las diferentes necesidades de liquidez de los miembros de la familia supone en general afrontar complicados equilibrios entre las preferencias de

todos y cada uno de ellos. Una vez pactada la política de dividendos habrá una gran resistencia a plantear posibles cambios en la misma en anticipación a las dificultades para llegar a nuevos acuerdos. Con estos condicionantes, la gestión del crecimiento sostenible en las empresas familiares girará en torno a la gestión del margen,  $m$ , y la gestión de las necesidades de inversión,  $t$ .

### 3.1. Gestión del margen

La gestión del *margen de beneficios* supone esencialmente la gestión de la cuenta de resultados, es decir los ingresos por las ventas de los productos que fabrica y comercializa la empresa, y los distintos costes en que se incurre en la producción:

Ingresos por venta

-Coste de los inputs intermedios

-Gastos de personal

-Amortizaciones

= BAI

-Gastos financieros

-Impuestos

= Beneficio neto

Las variables de gestión más relevantes y en qué se traduce la gestión son las siguientes:

Coste de los inputs intermedios/ Ventas = Gestión de las relaciones con proveedores

Gastos de personal/ Ventas = Gestión de los recursos humanos

Amortización /Ventas = Política de mantenimiento y reposición de activos fijos

Los gastos financieros se gestionan dentro de la política financiera de la empresa y los impuestos sobre el beneficio de sociedades vienen marcados por la norma fiscal vigente.

La gestión de las *relaciones con proveedores* incluye la negociación conjunta de las condiciones de pago, plazos, y de los precios, descuentos por pronto pago o descuentos

por volumen de cada pedido. Aplazar el pago a los proveedores permite aumentar el pasivo circulante y reducir el fondo de maniobra (lo cual rebajará las necesidades de inversión neta) pero supondrá en general renunciar a descuentos por pronto pago. Por otra parte volúmenes de pedidos más altos permitirá aprovechar los descuentos por cantidad que tenga establecidos el proveedor pero a cambio la empresa tendrá más stock de productos intermedios y materias primas que tendrá que financiar (mayores necesidades de financiación).

Los gastos de personal sobre ventas son el resultado de la *política y gestión de los recursos humanos*. La ratio puede escribirse de forma sintética como

$$\frac{\text{Gastos Personal}}{\text{Ventas}} = \frac{wL}{pQ} = \frac{w/p}{Q/L} = \frac{\text{Salario Real}}{\text{Productividad}}$$

Siendo  $w$  el coste salarial por trabajador,  $p$  el precio de venta de los productos de la empresa,  $Q$  la cantidad de producción vendida y  $L$  el número de personas empleadas.

Los salarios y precios variarán en función de las condiciones del mercado, laboral en un caso, y del producto final de la empresa, en el otro (competencia). La empresa podrá mejorar la productividad del trabajo con la gestión de procesos y personas. Para unos precios dados, más productividad significa menos gastos de personal por euro de ventas y más margen de beneficios.

Buena parte de la dotación a *amortizaciones* recogerá la depreciación a que están sometidos los activos de la empresa bien por el uso que se hace de ellos bien por la obsolescencia tecnológica.

### 3.2 Gestión de las necesidades de capital

La gestión de las necesidades de capital productivo necesario para generar un euro de ingresos puede plantearse a partir de los siguientes términos. De forma sintética escribimos,

$$\frac{\text{Activo}}{\text{Ventas}} = t = \frac{p_K K}{pQ} = \frac{p_K}{p} \frac{K}{Q} = \frac{p_K}{p} \frac{K_F + K_C - P_C}{Q} = \frac{p_K}{p} (t_F + t_{CN})$$

Siendo  $p_K$  el precio de mercado de una unidad de capital productivo,  $K_F$  los activos productivos fijos,  $K_C$  los activos circulantes (inventarios, clientes, tesorería) y  $P_C$  los pasivos circulantes, principalmente financiación de proveedores. Por tanto  $t_F = K_F/Q$  es la inversión en activo fijo, en servicios de capital, necesaria para generar una unidad de producción y  $t_{CN} = (K_C - P_C)/Q$  es una medida de necesidades de capital similar pero ahora referida al activo circulante neto, igual a la diferencia entre activo circulante total y financiación de los proveedores. Aquí también el precio de los bienes de capital lo fijará el mercado.

Para mejorar la rentabilidad y ampliar las posibilidades de crecimiento la empresa tratará de reducir las necesidades de inversión tanto en activo fijo como en circulante. O lo que es lo mismo tratará de aumentar la productividad del capital productivo, es decir aumentar el output por unidad de capital invertido.

### 3.3 Crecimiento y rentabilidad

Dividimos numerador y denominador de la tasa de crecimiento sostenible por  $t$ , ratio de activo sobre ventas:

$$g_s = \frac{\frac{m(1+L)(1-d)}{t}}{1 - \frac{m(1+L)(1-d)}{t}} = \frac{RF(1-d)}{1 - RF(1-d)} \quad (2)$$

Donde  $RF =$  Rentabilidad Financiera o sobre los fondos propios  $RF = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Fondos Propios}}$

Para llegar a este resultado téngase en cuenta que:

$$m = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Ventas}}, t = \frac{\text{Activo}}{\text{Ventas}}, \frac{\text{Fondos Propios}}{\text{Activo}} = \frac{1}{1 + L}$$

Por tanto el crecimiento sostenible está directamente relacionado con la rentabilidad sobre los fondos propios de la empresa. Una aproximación, a efectos prácticos, a la tasa de crecimiento sostenible es a través del producto de la tasa de rentabilidad de los fondos propios por la tasa de retención de beneficios.

En este resultado está implícito el supuesto de que el tipo de interés que corresponde al coste de la deuda,  $r$ , está dado durante el periodo para el que se espera que sea válida la tasa de crecimiento calculada. Téngase en cuenta que,

$$RF = (ROA + (ROA - r)L)(1 - u)$$

Donde  $ROA$  es igual a la rentabilidad del activo  $ROA = \frac{BAII}{\text{Activo}}$ , y  $u$  es el tipo efectivo del impuesto sobre sociedades.

#### **4. El caso de MERCADONA**

En este apartado se analiza la estrategia y los resultados del crecimiento de la empresa MERCADONA. Para ello, además de algunos antecedentes de la empresa se analizan los resultados históricos a partir principalmente del concepto de crecimiento sostenible.

Esta empresa fue fundada en 1977 por el Grupo Cárnicas Roig y desde su fundación ha permanecido bajo la propiedad, el control y la influencia de la familia Roig<sup>2</sup>. Los miembros de la familia Roig que actualmente están al frente de la empresa compraron

---

<sup>2</sup> La información general sobre la empresa MERCADONA se extrae de la documentación que pone a disposición de los interesados la propia empresa en su página web [www.mercadona.es](http://www.mercadona.es)

MERCADONA a sus padres en el año 1981 y a partir de ese momento se constituye como empresa de ultramarinos independiente del grupo cárnico. En ese momento la empresa contaba con 8 tiendas y aproximadamente 300 m<sup>2</sup> de superficie de venta. Actualmente MERCADONA cuenta con 1614 tiendas que emplean a 79.000 personas y a las que acuden más de 5 millones de clientes a lo largo del año.

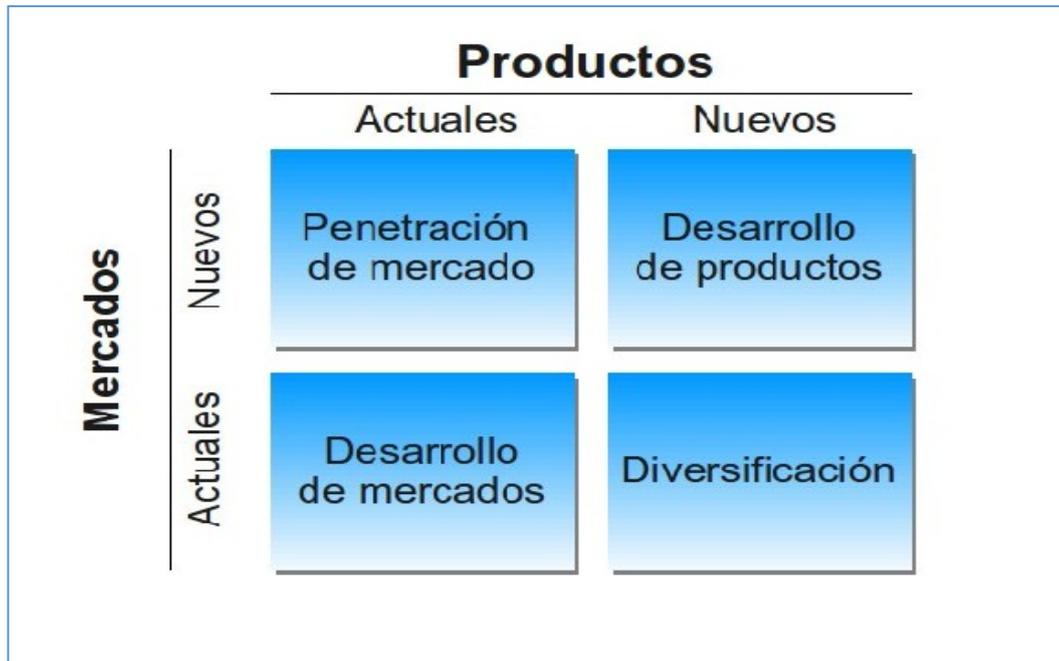
Según ALIMARKET, asociación de empresas del sector de la distribución alimentaria, MERCADONA posee el 16,2% de la cuota de mercado en superficie minorista dedicada a la venta de productos alimenticios, casi el doble que su inmediato competidor, DIA con el 8,8% (ELIZALDE (2013): La memoria sobre el sector que publica ALIMARKET informa que en 2016 MERCADONA invierte más de 650 millones de euros en nuevos establecimientos, bases logísticas y mejora de los puntos de venta existentes.

MERCADONA es una de las empresas que pertenecen al selecto Instituto de la Empresa Familiar del que el Sr. Juan Roig es uno de los vocales de su junta directiva. Se trata por tanto de una empresa con clara vocación de ser y continuar siendo una empresa familiar, lo que no le ha impedido mantener un crecimiento rentable desde su creación consolidándose como empresa de capital familiar y español líder dentro del sector del comercio de productos de alimentación, higiene personal, cuidado del hogar y mascotas.

#### *4.1. La estrategia de crecimiento*

La matriz de Ansoff ( GUERRAS y NAVAS, 2007) proporciona una forma sencilla pero clara de ordenar las posibilidades de crecimiento de una empresa alrededor de sus productos y mercados, Figura 4.1.

Figura 4.1: Matriz de Ansoff sobre estrategias de crecimiento



MERCADONA ha crecido alrededor de su núcleo de negocio original, distribución comercial de productos alimenticios y complementos para el hogar, de manera que desde el punto de vista de sus *productos* no se ha salido de su línea tradicional, aunque si ha desarrollado innovaciones importantes alrededor de ellos, en tecnología, proceso y marca. En este sentido, en 2016 alcanzó la cifra de 300 novedades en el surtido, 350 mejoras de producto realizadas y 150 productos de co-innovación. Algunas de las mejoras más llamativas han sido la introducción de un mostrador de alimentos relacionados con el sushi o la introducción de maquinas de exprimido de naranjas para ofrecer al cliente zumo recién exprimido a partir de naranjas que en otra situación, habrían sido desechadas.

MERCADONA inicia su actividad en Valencia y desde allí se expande gradualmente por todo el territorio español (está presente en 17 Comunidades Autónomas). Desde el punto de vista del *mercado* la empresa se expande en los mercados geográficos donde ya tiene presencia, con apertura en municipios y ciudades de una cierta dimensión, siempre con un formato similar y una clara identidad de marca. Su liderazgo nacional se repite en muchas provincias y municipios donde está presente.

En resumen, MERCADONA crece a través principalmente de un desarrollo de mercado, casi exclusivamente geográfico, con un formato de establecimiento y una gama de productos y marcas prácticamente idéntica en todos ellos. La diversificación de MERCADONA es reducida, en los primeros años arrancó con una gama de productos que ha mantenido. Su principal objeto de venta es la alimentación pero oferta también productos cosméticos, de limpieza del hogar y productos para mascotas. La gama de productos no difiere mucho de la de cualquier supermercado de gran superficie de nuestro país por lo que su diferenciación no radica en este aspecto. En la web corporativa la empresa define su estrategia comercial en los siguientes términos: *“La estrategia comercial de MERCADONA desde 1993 es la de SPB (Siempre Precios Bajos), que ha permitido a la compañía crecer sostenidamente y consolidar su liderazgo gracias a la confianza que actualmente depositan en ella 5,1 millones de hogares”*.

#### 4.2. Análisis DAFO

A través del análisis DAFO se trata de identificar a los factores clave de la empresa, tanto internos como externos, de manera que a partir de ellos la empresa pueda definir planes de acción que buscan aprovechar las oportunidades comerciales apoyándose en sus fortalezas y al mismo tiempo reconocer y protegerse de las amenazas externas principalmente en aquellos aspectos que la empresa identifica como puntos débiles. La Figura 4.2 muestra el resultado de la aplicación del análisis DAFO a la empresa MERCADONA.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Datos obtenidos del análisis estratégico de Mercadona, MIER GUTIÉRREZ, P. (2015)

Figura 4.2: Esquema del análisis DAFO



Mediante este análisis comprobamos como en el ámbito interno la mayoría de aspectos son positivos, existiendo grandes fortalezas que superan a las debilidades. Sin embargo debe de prestar atención a estas debilidades ya que las nuevas generaciones valoran el uso de internet y una buena gestión de esta área será beneficiosa en un futuro. Del mismo modo la dependencia que se crea entre MERCADONA y sus proveedores es peligrosa para ambos, de modo que si MERCADONA baja en su progresión DE crecimiento lo harán del mismo modo los proveedores por culpa de los contratos indefinidos que firman entre ambos. Esto puede provocar que unos productos de peor calidad suministrados por estos proveedores afecten al nivel de calidad de MERCADONA y por tanto repercuta en la confianza de sus clientes.

En el ámbito externo tenemos dos claras oportunidades. Por una parte expandir el mercado fuera de nuestras fronteras, ya que la estructura financiera está preparada para entrar en nuevos mercados que podrían hacer aumentar los beneficios y por otra parte aprovechar los grandes avances tecnológicos para aumentar la eficiencia en costes. De hecho en su última memoria anual la empresa anuncia su intención de abrir supermercados en Portugal iniciando así su expansión internacional.

### *4.3. Crecimiento sostenible*

Para la evaluación del desarrollo de MERCADONA en los últimos años a través del concepto de crecimiento sostenible, se ha elaborado una base de datos propia que incluye inicialmente el balance y la cuenta de resultados de la empresa para unos años seleccionados entre 1995 y 2016. La información de partida procede de la base de datos SABI accesible a través de la Biblioteca de la Facultad de Economía y Empresa<sup>4</sup>.

#### *- Balance*

El balance resumido incluye las partidas de activo fijo, activo circulante y activo total de un lado, y pasivo comercial (deuda de proveedores), otras deudas, fondos propios y total pasivo por otro. Las cifras en valores absolutos referidas al final de cada año (31 de diciembre), en euros constantes del año 2000 para los años seleccionados aparecen en el Cuadro A1 del Anexo. La presentación del balance se realiza en dos formatos, una con la deuda de proveedores en el pasivo como una fuente más de financiación, y la otra con la deuda de proveedores restando del activo circulante, es decir con el activo del balance separando entre activo fijo y fondo de maniobra. Con este segundo formato se deja en el pasivo solo la deuda con coste explícito y que se decide dentro de la política financiera general de la empresa. En la determinación de la deuda de proveedores, en cambio, intervienen también consideraciones de tipo comercial, además de las propiamente financieras, y que quedarán reflejadas no tanto en el coste financiero sino en los márgenes de beneficios (a través de precios de compra y el aprovechamiento o no de los descuentos por pronto pago).

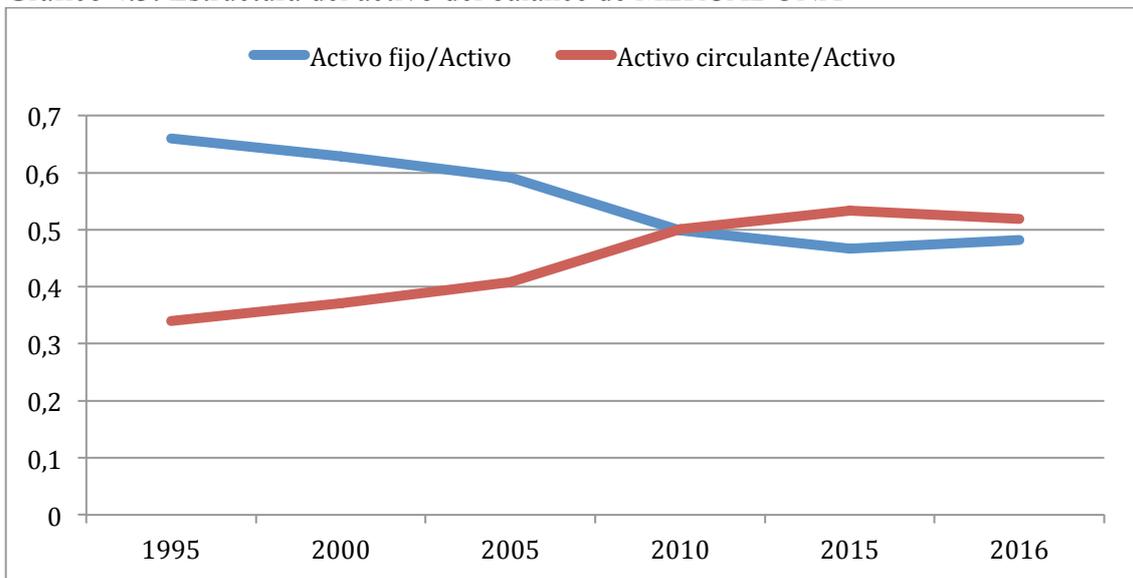
La evolución en el tiempo del balance de MERCADONA muestra cambios sustanciales en la composición de los activos y pasivos de la empresa, Gráfico 4.3 y Gráfico 4.4. Hasta el año 2005 al menos, el activo fijo tiene un peso mayor que el circulante en el activo total (60 versus 40% aproximadamente), mientras que en el pasivo la deuda de proveedores es la partida más importante representando hasta el 55% de la financiación total (en esos años el plazo de pago a proveedores oscila entre 60 y 70 días). En la década inicial del periodo estudiado, 1995-2005, el fondo de maniobra de la empresa es negativo, deuda de proveedores mayor que el activo circulante, lo que significa que los

---

<sup>4</sup> Para la realización de este apartado se ha consultado AMAT (2008)

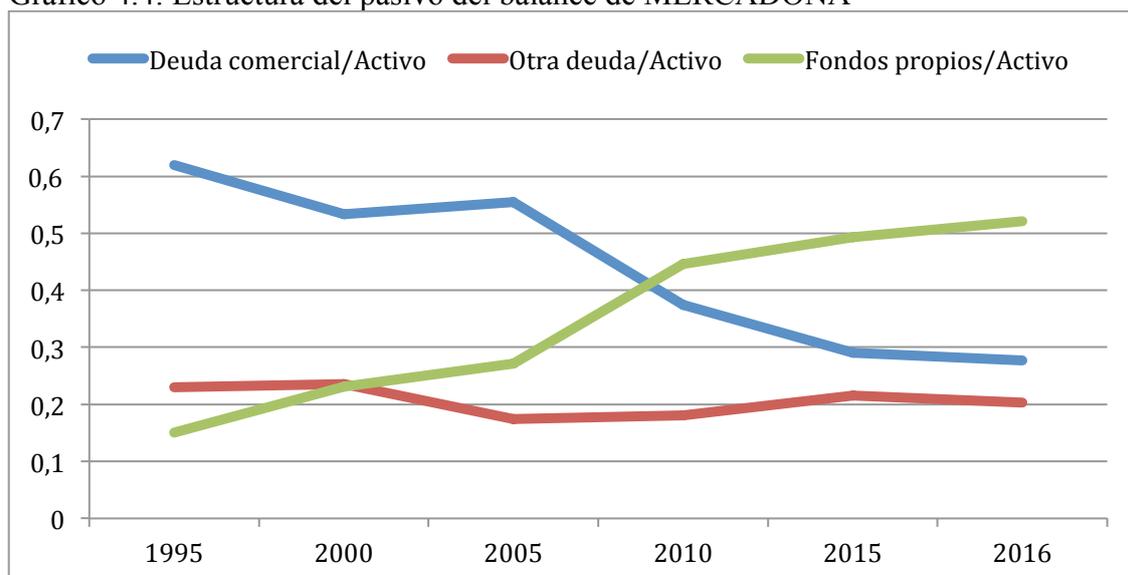
proveedores financian una parte sustancial del activo fijo. Durante toda la década la situación no es estable y se advierte una evolución por la cual los fondos propios ganan peso en el pasivo del balance, de un 15% en 1995 a un 27% en 2005, mientras la deuda comercial va perdiendo peso, del 62% al 55% por ciento, al igual que la otra deuda (en 2005). En el balance con activo neto de la deuda comercial, la estructura financiera de MERCADONA en 1995 incluye un 40% de fondos propios y un 60% de otra deuda, mientras que diez años más tarde las cifras se han invertido.

Gráfico 4.3: Estructura del activo del balance de MERCADONA



Fuente: Elaboración propia a partir del Cuadro A1

Gráfico 4.4: Estructura del pasivo del balance de MERCADONA

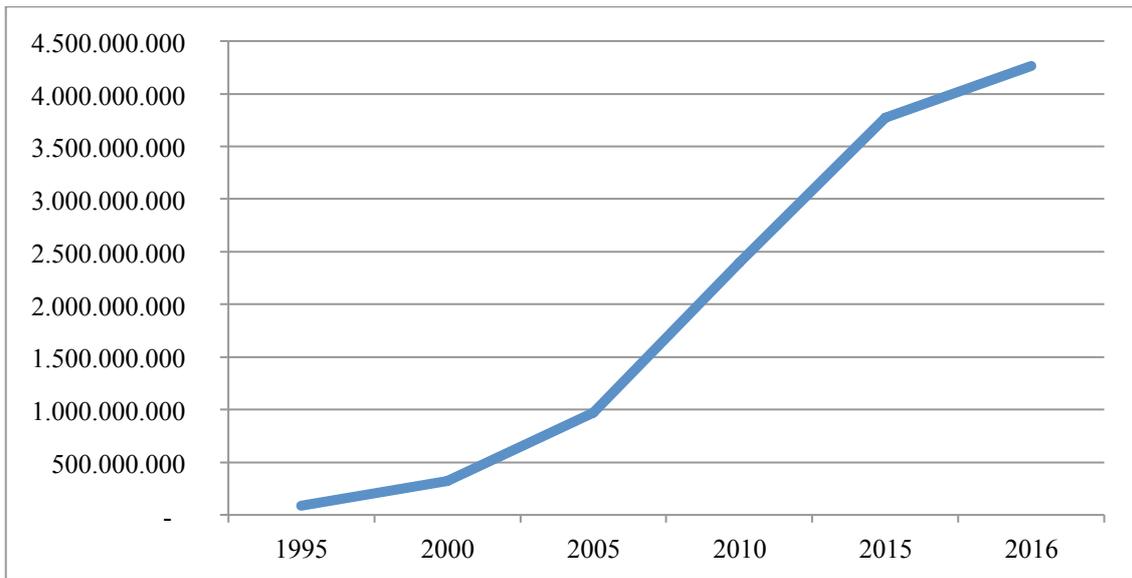


Elaboración propia a partir del Cuadro A1

En 2010 y hasta el presente, 2016, el activo y el pasivo del balance evolucionan hacia unas nuevas estructuras de equilibrio. La dependencia de la financiación de proveedores disminuye (el plazo de pago desciende a 40 días) y el fondo de maniobra es positivo. Con los datos de 2015 y 2016, MERCADONA parece haber estabilizado su activo neto en dos tercios de activo fijo y un tercio de activo circulante. Por el lado del pasivo continúa el aumento en el peso de los fondos de manera que en los últimos años la financiación del activo neto se estabiliza alrededor de las proporciones 70% de fondos propios y 30% de otras deudas.

En cuanto a las cifras de crecimiento, las cifras son muy significativas. En la década 1995-2005 la empresa multiplica sus activos a euros contantes por 6 y en todo el periodo, 21 años, por 14. Ello significa crecimiento medio anual acumulativo del 12,6% en todo el periodo, si bien en el último año el crecimiento ya es más modesto y no llega al 2%. Finalmente, el Gráfico 4.5 muestra la evolución de los fondos propios de la empresa a euros constantes desde 1995 hasta 2016, es decir la evolución del valor patrimonial de la compañía o valor en libros. En el año 1995 MERCADONA tiene un valor en libros de 87,5 millones de euros. En 2016 se acerca a los 4300 millones. Por lo tanto, el valor del patrimonio neto, en términos reales, se ha multiplicado por 50 en veinte años.

Gráfico 4.5: Evolución de los fondos propios de MERCADONA en euros constantes (1995-2016)



Fuente: Elaboración propia a partir del Cuadro A1 del Anexo

#### - Cuenta de resultados

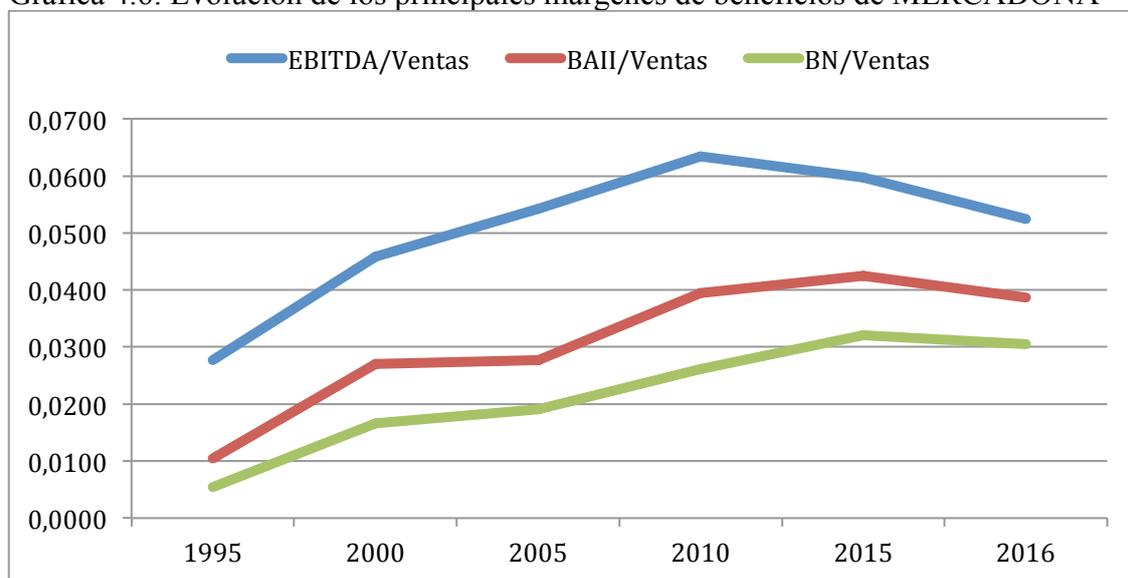
La cuenta de resultados, también resumida, incluye las partidas de ventas, coste de las ventas, amortizaciones, gastos financieros e impuestos, a partir las cuales se calculan distintas medidas de beneficios, EBITDA, beneficios antes de intereses e impuestos BAI, y beneficio neto (beneficio de libre disposición para el accionista propietario). Las cifras de la cuenta de resultados en valor absoluto, de nuevo para años seleccionados y en euros constantes del año 2000, y relativas a la cifra de ventas, aparecen en el Cuadro A2 del Anexo.

Como era de esperar teniendo en cuenta el carácter de empresa distribuidora de MERCADONA, el coste de las ventas representa prácticamente el 95% de la facturación (97,2% en 2005). El 5% restante corresponde al margen bruto de explotación que a su vez se reparte entre amortizaciones, gastos financieros, impuestos y beneficio neto. Los distintos márgenes empresariales crecen en el tiempo, primero con un salto cualitativo entre 1995 y 2000 y a partir de ese año de forma más gradual, especialmente el EBITDA por euro de facturación: de 4,6% en 2000 a 5,2% en 2016. El resto de márgenes aumentan proporcionalmente más, consecuencia de la evolución favorable para la empresa de las amortizaciones, los gastos financieros y los impuestos,

perdiendo peso en relación a las cifra de ventas. De este modo el margen neto (beneficio neto sobre cifra de ventas) de la empresa se multiplica por dos entre 2000 y 2015, para estabilizarse alrededor del 3% de la cifra de ventas en los últimos años del periodo (Gráfico 4.6)

La cifra de ventas en euros constantes de MERCADONA en 2005 es 6 veces la cifra de 1995 y en 2016 las ventas son 11 veces las ventas de 1995. En los primeros 10 años las ventas crecen a tasas anuales similares a las que crecen los activos, mientras que en la segunda década las ventas crecen por debajo de lo que crecen los activos. Sin embargo en los últimos años el crecimiento de ventas y de activos convergen los dos a cifras por debajo del 2%. Como información complementaria, el Cuadro A2 incluye también las cifras de evolución del número de trabajadores de la empresa. En 1995 MERCADONA da trabajo a 10549 personas y en 2016 a 79000, es decir casi 10 veces, proporción similar a la que representan las ventas de los mismos años.

Gráfica 4.6: Evolución de los principales márgenes de beneficios de MERCADONA



Fuente: Elaboración propia a partir de Cuadro A2 del Anexo.

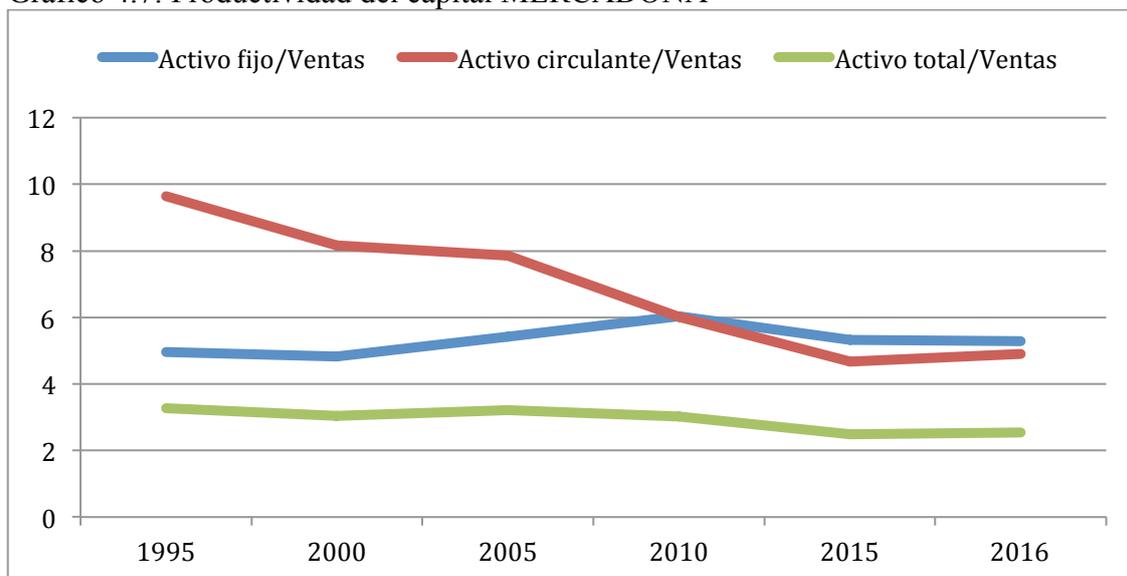
#### - Productividad

La productividad se refiere a la relación entre volumen de producción por unidad de tiempo y cantidades de recursos empleados en esa producción. En el caso de MERCADONA la producción se mide por las ventas anuales a euros constantes

(Cuadro A2) y los recursos empleados en la producción incluyen el capital (activo del balance del Cuadro A1) y el trabajo (número de trabajadores del Cuadro A2). Los resultados del cálculo de la productividad aparecen en el Cuadro A3 del Anexo.

La relación entre volumen de ventas y stock de recursos de capital contabilizados en el activo del balance muestra una evolución decreciente en el tiempo para el activo circulante y una tendencia ligeramente creciente para el activo fijo hasta 2010, lo que explica una productividad media estable del activo total entre 1995-2010: por cada euro de activo en balance MERCADONA genera alrededor de 3,2 euros de facturación. Desde 2010 la productividad del activo fijo y del activo circulante disminuye lo que significa también una disminución de la productividad del activo total hasta 2,5 euros de facturación por euro de activo total en 2015 y 2016.

Gráfico 4.7: Productividad del capital MERCADONA



Fuente: Elaboración propia a partir de Cuadros A1 y A2 del Anexo

En lo que se refiere a productividad del trabajo, ventas a euros constantes por trabajador, las cifras muestran un estancamiento desde 2010 alrededor de 255000 euros, Cuadro A3. La productividad en términos de ventas por trabajador en 2015 es 1,4 veces la productividad de 1995, lo que significa que durante los 20 años transcurridos MERCADONA experimenta un crecimiento acumulativo anual de la productividad del trabajo del 1,7%. Por tanto la evolución en el tiempo de la productividad del trabajo en

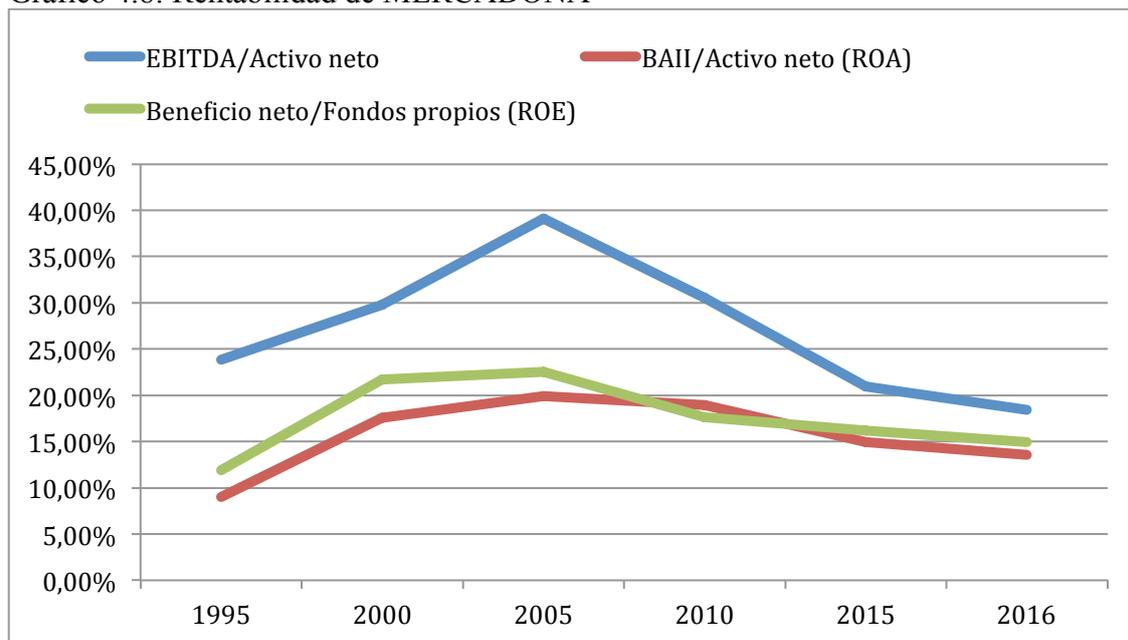
MERCADONA es más positiva que la evolución de la productividad del capital.

*- Rentabilidad*

Nos interesa conocer ahora la relación entre los beneficios generados por el negocio y el volumen de activos invertidos. Las medidas de beneficios contempladas son el EBITDA (beneficio bruto, es decir antes de amortizaciones, gastos financieros e impuestos), el BAI (beneficio antes de intereses e impuestos) y el Beneficio neto o beneficio de libre disposición para los accionistas propietarios. Puesto que el EBITDA y el BAI son independientes de la estructura financiera de la empresa en el cálculo de la rentabilidad cada uno de ellos se pone en relación con el total de activo; teniendo en cuenta que la financiación de proveedores no tiene un coste financiero explícito para la empresa, el activo se calcula en términos netos (total menos deuda comercial). Los accionistas propietarios aportan fondos propios y reciben el beneficio neto por lo que la rentabilidad en este caso, ROE, se calcula como el cociente entre beneficio neto y fondos propios. Los resultados del cálculo de la rentabilidad de MERCADONA se muestran en el Cuadro A4 del Anexo.

La rentabilidad de MERCADONA muestra una tendencia creciente hasta 2005 y una tendencia decreciente a partir de ese año, sea cual sea el indicador de rentabilidad considerado, Gráfico 4.8. En 2005 la empresa genera un beneficio bruto de casi 40 euros por cada cien euros de activo neto; en 2016 la cifra desciende hasta 18,4 euros, es decir menos de la mitad. En 2005 MERCADONA obtiene 22,5 euros de beneficio por euro de fondos propios aportado por los accionistas propietarios; en 2016 algo menos de 15 euros.

Gráfico 4.8: Rentabilidad de MERCADONA



Fuente: Cuadro A4 del Anexo

Para explicar la evolución de la rentabilidad a lo largo del tiempo hay que tener en cuenta la evolución del margen, beneficio por euro de ventas, y la rotación (productividad del capital)<sup>5</sup>. En 2005 MERCADONA genera 2,8 euros de BAI por 100 euros de ventas; en 2016, 3,9 euros, es decir el margen aumenta. Por otra parte, en 2005 la empresa genera 7,2 euros de ventas por euro de activo neto y en 2016 menos de la mitad, 3,5. La rotación disminuye y puesto que lo hace en mayor proporción que lo que aumenta el margen el ROA en 2016 es menor que en 2005.

Porqué aumenta el margen y disminuye la rotación no es posible saberlo con los datos disponibles. Si se sabe que el descenso en la rotación y la subida del margen coinciden con la transición hacia una menor dependencia de la financiación de proveedores (acortamiento del plazo de pago) lo que significa más activo neto (más financiación con coste explícito) y menos rotación. A cambio de pagar antes a los proveedores previsiblemente MERCADONA obtiene de ellos unos precios más bajos, lo que de ser así repercute en un aumento del margen. Por otra parte, el descenso en la rotación del activo desde 2005 se observa también con el activo total (sin deducir la financiación de los proveedores), Gráfico 4.7, lo que podría explicarse por el descenso del consumo durante los años de crisis.

<sup>5</sup> Recuérdese que  $ROA = \text{BAI}/\text{Activo neto} = (\text{BAI}/\text{Ventas}) \times (\text{Ventas}/\text{Activo neto}) = \text{margen} \times \text{rotación}$

- *Crecimiento*

Las cifras de crecimiento de MERCADONA en el periodo temporal considerado, para la principales variables se muestran en el Cuadro 5.1<sup>6</sup>.

Cuadro 5.1: Crecimiento de MERCADONA en términos reales

<b>Crecimiento</b>	1995-2000	2000-2005	2005-2010	2010-2015	2015-2016
Ventas	15,80%	20,06%	6,90%	3,21%	1,82%
Activo neto	21,45%	17,99%	14,97%	9,54%	1,77%
Trabajadores	12,20%	19,75%	3,83%	3,44%	1,04%
Fondos propios	26,01%	22,10%	18,11%	9,07%	2,45%
Beneficio neto	38,07%	22,83%	13,22%	7,33%	0,84%
Activo fijo	16,38%	17,72%	4,75%	5,71%	2,01%

Fuente: Elaboración propia a partir de Cuadros A1 y A2

Como era de esperar todas las variables siguen un patrón de crecimiento similar, con tasas de crecimiento más altas hasta 2005 y descendiendo paulatinamente hasta 2015-2016 donde el crecimiento de MERCADONA apenas alcanza el 2% anual sea cual sea la variable considerada. La empresa parece haber agotado sus posibilidades de expansión en el territorio español y resulta por tanto coherente que se plantee el crecimiento a través de la expansión internacional: en la web de la compañía se anuncia ya la entrada inminente en el mercado portugués.

El crecimiento observado se pone en relación ahora con el crecimiento sostenible. Como se ha visto en el apartado cuarto, el crecimiento sostenible de la empresa, tal como se ha definido aquí, ecuación (1) depende de valores de los parámetros  $t$  (necesidad de inversión en activo para generar un euro de ventas),  $m$  (beneficio neto por euro de ventas),  $L$  (deuda no comercial/fondos propios) y  $d$  (tasa de reparto de dividendos). Se ha visto también que en la práctica la tasa de crecimiento sostenible puede calcularse también como el producto de ROE por tasa de retención de beneficios (ROE (1-d)), ecuación (2). El Cuadro 5.2 muestra los valores de los parámetros que

<sup>6</sup> El crecimiento acumulativo anual de la variable  $x$  en los años  $t$  y  $t+5$  se calcula como sigue:  $(\ln(x_{t+5}) - \ln(x_t))/5$

intervienen en el cálculo del crecimiento sostenible estimados para los distintos sub-periodos a partir de los datos de balance y cuenta de resultados que aparecen en los cuadros A1 y A2 del Anexo.

Cuadro 5.2: Cálculo del Crecimiento sostenible de MERCADONA

	1995-2000	2000-2005	2005-2010	2010-2015	2015-2016
Activo neto/Ventas (t)	0,135	0,146	0,173	0,246	0,285
Beneficio neto/Ventas (m)	0,011	0,018	0,023	0,029	0,031
Deuda/Fondos propios (L)	1,275	0,830	0,524	0,421	0,414
Dividendos/Beneficios (d)	0	0	0	0,5	0,15
<b>Crecimiento sostenible</b>	<b>19%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>9%</b>	<b>2,5%</b>

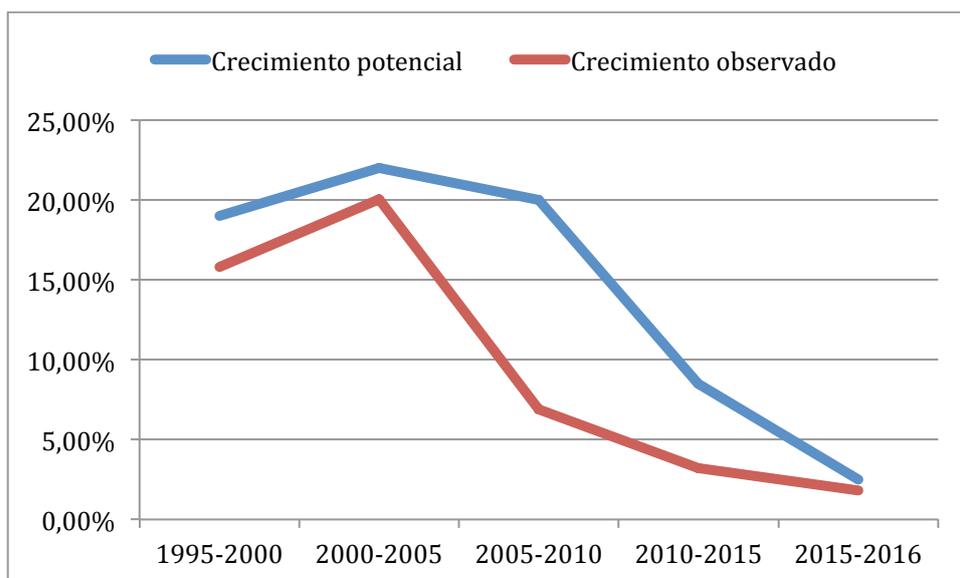
Fuente: Elaboración propia a partir de Cuadros A1 y A2 del Anexo y fórmula d

Los valores del Cuadro 5.2 corresponden a estimaciones de valores medios para cada periodo calculados como valores medios del año inicial y del año final. La tasa de reparto de dividendos no se conoce y se ha aproximado como el cociente entre la tasa de crecimiento de los fondos propios, Cuadro 5.1, y la ROE media del periodo (si la tasa de retención de beneficios es el 100% los fondos propios crecen aproximadamente igual a la rentabilidad ROE). Las tasas de crecimiento sostenible estimadas para los años 2005-2015 son superiores a las tasas de crecimiento observadas en las ventas que aparecen en el Cuadro 5.1. Esta diferencia podría deberse a que los cálculos anteriores no tienen en cuenta la tendencia en los valores de las tasas de crecimiento en cada uno de los quinquenios. Por ejemplo MERCADONA podría haber repartido dividendos en algún año al final del quinquenio 2005-2010, sin que nuestros cálculos lo hubieran detectado.

En cualquier caso puede concluirse que actualmente en el mercado español MERCADONA tiene prácticamente agotadas sus posibilidades de crecimiento. Con un margen de beneficios del 3%, unas necesidades de inversión de unos 30 céntimos por euro adicional de ingresos y una estructura financiera con 30% de deuda no comercial y 70% de fondos propios la empresa genera recursos financieros sin alterar la política financiera y de plazos de pago a proveedores que pueden financiar un 15% de crecimiento de ventas si no reparte dividendos. Agotado el crecimiento la empresa está en condiciones de repartir prácticamente el total de los beneficios netos generados en

dividendos para los accionistas. Por otra parte la empresa no desea renunciar al crecimiento y busca crecer fuera de España. Con el 15% de crecimiento potencial máximo (cero reparto de dividendos) las oportunidades que ofrezca el mercado exterior modularán la política de dividendos de los próximos años.

Gráfico 4.9: Crecimiento potencial y crecimiento observado (ventas) de MERCADONA



Fuente: Elaboración propia a partir de Cuadros 5.1 y 5.2

## **5. Conclusión**

La empresa española afronta el reto de ganar dimensión para estar en condiciones de abordar estrategias competitivas donde la innovación y la internacionalización tengan un mayor peso que el que han tenido en el pasado. La elevada presencia de empresas familiares en el tejido empresarial español y especialmente en el colectivo de PYMES significa que cualquier reto para crecer más estará muy condicionado por las capacidades de las empresas familiares. Este TFG ha examinado la problemática particular del crecimiento de las empresas familiares, limitada por dos factores importantes: el deseo de preservar el control de la empresa dentro del ámbito de la familia (lo que limita el crecimiento a la financiación con fondos propios que provienen de los beneficios retenidos pues la entrada de socios externos podría ir en contra del

control familiar); y un endeudamiento moderado para limitar la exposición a riesgos financieros y asegurar lo máximo posible la continuidad de la empresa. El TFG propone el concepto de crecimiento sostenible como una guía útil para a la gestión del crecimiento que respeta las restricciones a las que se enfrenta la empresa familiar.

En una segunda parte el TFG aplica el concepto de crecimiento sostenible al estudio de la empresa familiar MERCADONA en el periodo 1995-2016. Ello nos ha permitido familiarizarnos con la base de datos SABI y aplicar herramientas básicas de análisis de estados financieros aprendidas durante la carrera al estudio de la estrategia de crecimiento de una de las empresas familiares más importantes de España. Del análisis se desprende que en los primeros años de crecimiento MERCADONA depende sustancialmente de la financiación de los proveedores para sostener las tasas elevadas de crecimiento, con un fondo de maniobra negativo. La situación cambia gradualmente y la empresa a la vez que incrementa los márgenes de beneficios y aumenta sus beneficios netos totales, aumenta la financiación con fondos propios y disminuye la dependencia de la financiación de proveedores, de manera que desde antes de 2010 MERCADONA opera ya con fondo de maniobra positivo, ha reducido de más de 60 a 40 días el plazo de pago a proveedores, y ha convergido hacia una estructura financiera estable de 30% de deuda no comercial y 70% de fondos propios. Al mismo tiempo el margen de beneficios mejora pero no así la productividad del capital que se ha reducido progresivamente desde 2005, mermando la rentabilidad del capital.

En el momento actual MERCADONA obtiene una rentabilidad sobre fondos propios cercana al 15%, cifra que corresponde al potencial de crecimiento sostenible en su cifra de ventas si no reparte dividendos. Este crecimiento potencial está muy por encima del crecimiento observado en el mercado español en los últimos años, por debajo del 2% en términos reales, lo que lleva a la empresa a la decisión de repartir casi todos los beneficios como dividendos o crecer fuera de España. El anuncio de la expansión inminente a Portugal apunta que la empresa no renuncia a crecer lo que llevará a sus responsables a decidir la política de dividendos acorde con las necesidades de fondos que demandará la nueva etapa de internacionalización de la compañía.

## **6. Bibliografía**

AMAT, O. (2008): *Análisis de Estados Financieros*. Ediciones Gestión 2000

AROSA, B(2010). “Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence form Spain”. *Journal of Family Business Strategy*, 88-96.

CHURCHILL, N.C. y MULLINS, J.W. (2001) “How fast can your company afford to grow?” *Harvard Business Review* 79 (5), 135-143.

CORONA, J. y TÉLLEZ ROCA, J. (2011) *El protocolo familiar en Empresa Familiar: Aspectos jurídicos y económicos*, Ediciones Deusto. Barcelona, pág. 795

DIRECCIÓN GENERAL DE IDUSTRIA Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (DGPYME) (2017). Retrato de las PYMES : 2016. [web: <http://www.ipyme.org/Publicaciones/Retrato-PYME-DIRCE-1-enero-2016.pdf> ]

DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA (2008). Guía para la pequeña y mediana empresa familiar [web: <http://www.ipyme.org/Publicaciones/EmpresaFamiliar.pdf> ] Madrid, (6ª edición).

ELIZALDE, I. (2013): “Los supermercados más rentables: Mercadona, Lidl y Dia”. *Expansión*.

HIGGINS, R. (1977), “How much growth a firm can afford?” *Financial Management*, 7-16

INSTITUTO DE LA EMPRESA FAMILIAR (2016) Informe de la Empresa Familiar en España, Barcelona.

GEYER, A. (2015) *The Growth Behavior of Family Firms*, Berlin, Springer.

GUERRAS MARTIN, L.A. y NAVAS LÓPEZ, J.E. (2007): *La dirección estratégica de la empresa. Teoría y aplicaciones*. Thomson Reuters.

KPMG ESPAÑA (2015). Barómetro Europeo de la Empresa Familiar. [web: <https://home.kpmg.com/es/es/home/sala-de-prensa/notas-de-prensa/2016/10/optimismo-impulsa-inversion-empresas-familiares.html> ] Cuarta edición.

DIÉGUEZ SOTO, J y LÓPEZ DELGADO, P. (2014): Identifying and classifying family business. First on-line: 1-30. *Review of Managerial Science*

MERCADONA S.A. (2017) Memoria anual 2016. [web: <https://www.mercadona.es/document/es/memoria-anual-2016.pdf> ]

MIER GUTIÉRREZ, P. (2015): *Análisis estratégico de Mercadona*. Universidad de Cantabria.

ROJO RAMIREZ, A. (2011): “Importancia del concepto de Empresa Familiar en investigación: utilización de la base de datos SABI para su clasificación”. *Revista de Empresa Familiar*, 53-67.

RUSELL REYNOLDS ASSOCIATES (2015). Prácticas de Gobierno Corporativo en la Empresa Familiar en Europa. [web: [http://www.iese.edu/es/files/15%2001%2009%20def%20practicass%20gobierno1\\_tcm5114093.pdf](http://www.iese.edu/es/files/15%2001%2009%20def%20practicass%20gobierno1_tcm5114093.pdf) ] Navarra.

## 7. Anexo

Cuadro A1: Balance y estructura de MERCADONA(1995-2016)

<b>BALANCE (en miles de euros)</b>	1995	2000	2005	2010	2015	2016
Activo fijo	384.533	872.131	2.115.012	2.681.976	3.568.269	3.945.720
Activo circulante	198.032	515.326	1.459.639	2.697.190	4.076.555	4.248.917
<b>Total Activo</b>	<b>582.564</b>	<b>1.387.456</b>	<b>3.574.651</b>	<b>5.379.166</b>	<b>7.644.824</b>	<b>8.194.637</b>
Deuda comercial (proveedores)	361.006	739.862	1.982.367	2.012.610	2.220.204	2.266.580
Otra deuda	134.111	326.513	622.980	969.327	1.651.250	1.662.474
Fondos propios (capltal+reservas)	87.447	321.081	969.304	2.397.229	3.773.371	4.265.583
<b>Total Pasivo</b>	<b>582.564</b>	<b>1.387.456</b>	<b>3.574.651</b>	<b>5.379.166</b>	<b>7.644.824</b>	<b>8.194.637</b>
<b>Con circulante Neto (Activo circulante-deuda proveedores)</b>						
Activo fijo	384.533	872.131	2.115.012	2.681.976	3.568.269	3.945.720
Circulante neto	-162.975	-224.536	-522.728	684.580	1.856.351	1.982.337
<b>Ac neto</b>	<b>221.558</b>	<b>647.594</b>	<b>1.592.284</b>	<b>3.366.556</b>	<b>5.424.621</b>	<b>5.928.057</b>
Otra deuda	134.111	326.513	622.980	969.327	1.651.250	1.662.474
Fondos propios (capltal+reservas)	87.447	321.081	969.304	2.397.229	3.773.371	4.265.583
<b>Pasivo neto</b>	<b>221.558</b>	<b>647.594</b>	<b>1.592.284</b>	<b>3.366.556</b>	<b>5.424.621</b>	<b>5.928.057</b>

<b>Estructura</b>	1995	2000	2005	2010	2015	2016
Activo fijo	0,6601	0,6286	0,5917	0,4986	0,4668	0,4815
Activo circulante	0,3399	0,3714	0,4083	0,5014	0,5332	0,5185
<b>Total Activo</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>
Deuda comercial (proveedores)	0,6197	0,5333	0,5546	0,3741	0,2904	0,2766
Otra deuda	0,2302	0,2353	0,1743	0,1802	0,2160	0,2029
Fondos propios (capltal+reservas)	0,1501	0,2314	0,2712	0,4457	0,4936	0,5205
<b>Total Pasivo</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>
A.fijo/A.neto	1,7356	1,3467	1,3283	0,7967	0,6578	0,6656
Circulante neto/Ac neto	-0,7356	-0,3467	-0,3283	0,2033	0,3422	0,3344
<b>Total</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>
O.deuda/pasivo neto	0,6053	0,5042	0,3912	0,2879	0,3044	0,2804
F.Propios/Pasivo Neto	0,3947	0,4958	0,6088	0,7121	0,6956	0,7196
<b>Total</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0000</b>

Fuente. Elaboración propia a partir de SABI

Cuadro A2: Cuenta de resultados y estructura de MERCADONA (1995-2016)

<b>Cuenta Resultados</b>							
<b>(en miles de euros)</b>		1995	2000	2005	2010	2015	2016
Ventas (Facturación)		1.909.704	4.207.025	11.472.259	16.202.535	19.021.014	20.831.000
Coste ventas		1.856.819	4.014.234	10.849.453	15.175.211	17.885.846	19.738.678
EBITDA		52.884	192.790	622.805	1.027.323	1.135.168	1.092.322
Amortizaciones		32.930	79.146	305.422	388.761	326520	286.816
BAlI		19.953	113.643	317.383	638.562	808.647	805.506
Gastos financieros		2.997	5.814	21.418	39.533		
Impuestos		6.558	38.064	77.546	176.041	198.522	169.246
Beneficio neto		10.397	69.764	218.418	422.986	610.124	636.260
Nº Trabajadores		10549	19419	52132	63142	75.000	79.000

<b>Estructura</b>		1995	2000	2005	2010	2015	2016
CV/V		0,9723	0,9542	0,9457	0,9366	0,9403	0,9476
EBITDA/Ventas		0,0277	0,0458	0,0543	0,0634	0,0597	0,0524
BAlI/Ventas		0,0104	0,0270	0,0277	0,0394	0,0425	0,0387
GF/Ventas		0,0016	0,0014	0,0019	0,0024		
Im/Ventas		0,0034	0,0090	0,0068	0,0109	0,0087	0,0069
BN/Ventas		0,0054	0,0166	0,0190	0,0261	0,0321	0,0305

Fuente. Elaboración propia a partir de SABI

Cuadro A3: Ratios productividad MERCADONA (1995-2016)

	1995	2000	2005	2010	2015	2016
Vtas/ActiFi	4,9663	4,8238	5,4242	6,0413	5,3306	5,2794
Vtas/ AC	9,6434	8,1638	7,8597	6,0072	4,6660	4,9027
Vtas/ACNet	-11,7178	-18,7365	-21,9469	23,6679	10,2465	10,5083
Vtas/ATN	8,6194	6,4964	7,2049	4,8128	3,5064	3,5140
Vtas/Traba	181031,80	216644,79	220061,76	256604,72	253613,53	263683,54

Fuente. Elaboración propia a partir de Cuadros A1 y A2

Cuadro A4: Ratios rentabilidad MERCADONA (1995-2016)

	1995	2000	2005	2010	2015	2016
EBITDA/AN	0,2387	0,2977	0,3911	0,3052	0,2093	0,1843
BAlI/AN	0,0901	0,1755	0,1993	0,1897	0,1491	0,1359
GF/Deuda	0,0223	0,0178	0,0344	0,0408	0,0000	0,0000
Bºneto/F.propios	0,1189	0,2173	0,2253	0,1764	0,1617	0,1492
BAlI/Ventas	0,0104	0,0270	0,0277	0,0394	0,0425	0,0387

Fuente. Elaboración propia a partir de Cuadros A1 y A2