



## Compra - Venta de Empresas

Asegurarse la continuidad es un gran desafío para las empresas. Tanto los empresarios como los grupos accionariales acaban teniendo una vida limitada en el tiempo. Las razones pueden ser múltiples y pueden derivarse de las personas, de las empresas, del entorno o de una combinación de todos estos factores.

El proceso abierto de venta de una empresa puede presentar serios inconvenientes de imagen ante los diferentes grupos de interés que interaccionarán en el día a día de la vida de una empresa: los empleados y trabajadores, los clientes, los proveedores, los bancos, los competidores, etc.

Sin embargo, hay multitud de situaciones en las que un empresario puede estar interesado en ceder la propiedad de su empresa sin querer recurrir a un proceso abierto de venta.

Un empresario puede estar interesado en vender una empresa, o parte de ella, por múltiples causas, entre las que cabría citar:

- Cambiarse de negocio o de actividad.
- Concentrarse en lo que es el núcleo de competencia profesional.
- Aprovechar una oportunidad de realización del valor creado.
- Abordar o evitar la sucesión de la dirección y el accionariado.
- Razones o preferencias personales o familiares.
- Dar liquidez a los socios que no tengan interés en permanecer en la empresa.

Cuando un empresario decide dejar de serlo, normalmente se propone dedicar su tiempo a otras actividades (empresariales o de otro tipo) y recuperar (en todo o parte) su capital. Con ello, la empresa se ve en la necesidad de buscar nueva gestión y nuevo capital.

El desafío es muy importante, y prueba de que no todos quieren o consiguen hacerle frente es que muchas empresas se cierran o son absorbidas cuando sus empresarios no quieren o no pueden continuar al frente, con el consiguiente impacto sobre los puestos de trabajo y sobre el proyecto empresarial en el que se basó la empresa.

Una vía natural de dar continuidad a las compañías es la adquisición de las mismas bien sea por grupos industriales o financieros, bien sea por sus directivos, las llamadas operaciones de management "buy out", o MBO. Cualquier actividad empresarial requiere tres ingredientes: negocio, capital y gestión. Habiendo negocio en marcha y capacidad de gestión (que aportan los directivos), no es imposible acceder a fuentes adecuadas de capital.

Una operación de compra-venta es un paso muy importante, tanto para el empresario como para el directivo, así como para la empresa, y conviene no iniciarla si no se dan los factores que indiquen que existe una mínima probabilidad de éxito.

Por otra parte, es una operación de transición que, como tal, normalmente



requiere recursos financieros y experiencia profesional que exceden de los que la empresa utiliza en el curso normal de su actividad. El objetivo del presente artículo es dar a empresarios y directivos la posibilidad de analizar las oportunidades y los desafíos que plantea una operación de compra-venta de una empresa no cotizada.

### Un paradigma de análisis a la hora de la compra-venta

A continuación se presenta un paradigma de análisis bastante sencillo que se centra en los cuatro ingredientes básicos sin los cuales no es posible realizar una operación de compra-venta: el negocio, el comprador, los fondos y el vendedor. Con él se puede predecir con razonable seguridad si la oportunidad existe realmente. La realización, por supuesto, está sometida a muchos otros factores.

#### 1. El negocio

La empresa (o la parte de ella) que se intenta adquirir debe tener los ingredientes mínimos necesarios para que, al aplicar la estrategia prevista por el futuro dueño, pueda esperar de forma realista generar valor suficiente para repagar la deuda contraída (caso de compra apalancada) y para satisfacer sus objetivos personales si quien compra lo hace en nombre propio. Curiosamente, esos ingredientes no necesariamente se reflejan en la cuenta de resultados. De hecho, las compañías con pérdidas, pero con potencial de recuperación, constituyen a menudo las mejores oportunidades de beneficio. Y, al contrario, hay compañías rentables que irremisiblemente dejarán de serlo haga lo que haga el equipo gestor.

Esto quiere decir que antes de emprender una operación de compra-venta hay que tener una estrategia para la empresa, una primera valoración de la empresa, una cuantificación del endeudamiento que se estima necesario, alcanzable y asumible, y una clara definición de los objetivos personales del comprador o compradores. Con ese marco de fondo hay que analizar críticamente el potencial de negocio de la empresa objetivo.

El análisis de la sostenibilidad del negocio es una pieza clave en una operación de este tipo. Todo el capital necesario se aporta sobre la base de los beneficios futuros que la empresa promete generar. En este sentido, es menos aconsejable realizar operaciones de MBO con negocios que entrañen un nivel de riesgo elevado. Como un elemento más de garantía para la generación futura de fondos, es básico disponer de una estrategia de negocio que ofrezca claros visos de convertirse en una realidad. Los financistas de este tipo de operaciones están incómodos con todo aquello que suene a aventura. En otros términos, prefieren apostar por aquellas cosas que los directivos han demostrado que ya saben hacer.

#### 2. El comprador

Aquí, cabe distinguir según el comprador, sea un grupo industrial o financiero, o sean los directivos los que se plantean la decisión de acceder a la propiedad. Primeramente nos ceñiremos a reflexionar sobre el segundo caso, pues, en nuestra opinión, deben tenerse en cuenta una serie de consideraciones que pueden resultar de vital importancia para el éxito de la operación.



## El comprador gestor-emprendedor

El equipo directivo es la pieza clave en todo este proceso. De ellos, y de su capacidad de gestión, depende la viabilidad de la operación. A la hora de analizar la viabilidad de una operación de MBO sólo se puede apostar por equipos directivos de talante ganador. Sin embargo, ser directivo y ser empresario son dos cosas muy distintas y no todos los directivos tienen las características necesarias para ser empresario, incluido (y muy importante) la firme voluntad de serlo.

En igualdad de condiciones, el empresario suele disfrutar de mayor discrecionalidad, de más poder en la empresa, de mayores desafíos y oportunidades de enriquecimiento, de la oportunidad de dejar a los suyos la empresa fruto de sus éxitos. Como contrapartida, su responsabilidad y sus riesgos, personales y económicos, se multiplican posiblemente en proporción todavía mayor. Por otra parte, gestionar la empresa adquirida pudiera requerir de los gestores características profesionales y personales distintas de las que precisaban los directivos dentro del grupo empresarial o bajo el paraguas del anterior accionariado. Esto es aplicable a todas las funciones clave, tanto si están desempeñadas por personas que forman parte del equipo comprador como si no fuese así.

Uno debe plantearse si tiene las condiciones y la voluntad decidida de convertirse en empresario, y si cuenta con el equipo adecuado (o podrá adquirirlo) para llevar a término con éxito la estrategia post adquisición. Hablamos, pues, de capacidad, de voluntad y de equipo.

También deben tener en cuenta los aspirantes a empresarios que la relación con aquellos de sus antiguos colegas que no participen en el MBO ya no será la misma después de la operación y que, por tanto, la elección del grupo que va a participar en el MBO, y las condiciones en que cada uno participará, pueden tener un impacto importante sobre el proceso del MBO y sobre el éxito de la operación.

Si el negocio y el gestor-emprendedor parecen existir, es tiempo de preparar el plan de negocio y el esquema básico de la operación de MBO.

## 3. Los fondos

Generalmente, los directivos no disponen de un capital importante para invertir en operaciones de alto riesgo, y tienen que recurrir, como mejores alternativas, al crédito de los vendedores o al capital riesgo. Esto implica que el análisis de los flujos de fondos pasados y futuros es absolutamente esencial. En cuestión de fondos no hay lugar para el voluntarismo. Los errores financieros en este tipo de operaciones suelen ser irreparables y conllevar la pérdida de la propiedad y, a veces, la ruina de la empresa.

Para atraer el interés del socio financiero es necesario presentarle un equipo gestor convincente, un plan de negocio coherente y una propuesta de inversión atractiva. El capital riesgo no deja de ser capital y, como tal, procura minimizar el riesgo. Pero invierte en operaciones arriesgadas y poco líquidas y, por tanto, trata de maximizar el potencial de beneficio. Habrá que convencer al financiero de que se tiene un plan sólido para realizar una operación potencialmente muy rentable, que los riesgos están



previstos y cubiertos al máximo, y que el equipo gestor es de probada garantía.

La búsqueda de financiación puede todavía hacerse de forma confidencial con las empresas de capital riesgo, directamente o a través de intermediarios. Pero es bueno asesorarse adecuadamente por un experto jurista antes de iniciar esta fase, para estar seguro de que no se está incurriendo en responsabilidades al facilitar a terceros información confidencial de la empresa. Es muy importante que tanto los potenciales socios financieros como los eventuales intermediarios y asesores sean de calidad. El éxito dependerá en gran parte de ellos. Este es el primer paso abierto hacia la compra de la empresa, y no se puede descartar que, a partir de este punto, el control del proceso se haga más difícil. Si hay negocio, gestor y dinero disponibles, es tiempo de hacer una aproximación al vendedor.

#### 4. El vendedor.

**Grupos de control accionarial.**

La otra pieza fundamental para que la operación tenga viabilidad es el accionariado. Un nivel de atomización demasiado alto puede suponer un grave inconveniente a la hora de plantearse la operación.

La negociación en su momento se ha de poder tener con un grupo reducido de personas que tengan la representatividad y fuerza legal suficiente para asumir compromisos en nombre de los socios vendedores. Obviamente, no es posible llevar a cabo un MBO si los accionistas no quieren vender. Igual de obvio es que, por encima de determinado precio, todo el mundo es vendedor.

El quid está en conseguir comprar a buen precio. Vender la propia compañía es, con gran frecuencia, algo que despierta reacciones fuertes y complejas, al menos en una primera fase. El comprador, las circunstancias y condiciones de la operación, y la persona que la plantea, pueden tener para el vendedor significados que van más allá de lo puramente económico.

Generalmente, el equipo directivo está en buena posición para evaluar en qué condiciones los accionistas querrán vender, pero mejor será que agudice su juicio a la hora de evaluar cómo, cuándo y a través de quién plantea la operación, porque éste sí que es el punto sin retorno. Cómo valorarán los accionistas actuales el deseo del directivo de adquirir su compañía, es difícilmente previsible.

**Dirigir el proceso.**

Cuando se ha concluido que se dan los cuatro ingredientes anteriores, empieza el verdadero proceso que debe culminar en la compra de la compañía por sus directivos. Es un proceso delicado, complejo, caro, y que requiere mucho esfuerzo porque, entretanto, no se puede descuidar la gestión de la empresa. Pasar de directivo a empresario requerirá, pues, en muchos casos, condiciones de equilibrista y malabarista, además de las propias del nuevo papel.

**Aspectos técnicos.**

Hay toda una labor de definición de los términos de la transacción, así como de los aspectos organizativos, legales y personales, que acaba con un proceso de investigación detallada llevado a cabo por un equipo independiente por orden de los inversores, con referencia al equipo



directivo, a los recursos de todo tipo y a la situación del negocio de la empresa objetivo. Incluye una rigurosa comprobación de los supuestos en que se basan los planes futuros de la empresa, así como de la existencia de los principales activos de su propiedad y de otras consideraciones subjetivas referentes a la misma (Due diligence).

Si el éxito acompaña, las compensaciones bien valdrán el esfuerzo realizado y el riesgo asumido.

El facilitador de la operación.

El papel del facilitador puede ser esencial. Como regla general, las empresas hacen estas operaciones una vez en la vida. En consecuencia, ambas partes (propiedad y directivos) carecen de experiencia en el proceso. En este sentido, la presencia de un ente facilitador que conduzca el proceso es muy positivo para asegurar el éxito.

### Empresas Pequeñas a Medianas

Los retos a los que se enfrentan los dueños de una empresa mediana, privada o familiar, son muy diferentes a los que se encuentran las empresas que cotizan en Bolsa:

- ¿Qué hacen los dueños cuando desean jubilarse y no tienen hijos que puedan o quieran sucederles en el negocio? O peor aún, ¿Qué pasaría si uno de los fundadores o principales accionistas de la empresa falleciera repentinamente?
- ¿Qué hacer cuando la casi totalidad del patrimonio de la familia está “bloqueado” en la empresa y quiere liberar parte del

patrimonio para reducir riesgos y, al mismo tiempo, seguir trabajando en la empresa? En los mismos términos, ¿Cómo cancelar los avales personales que hicieron a favor de la empresa? Finalmente, ¿Qué hacer cuando se necesita capital para expansión o liquidez y no se puede conseguir de los bancos?

- ¿Cómo resolver el conflicto cuando los miembros de una familia que gestionan la empresa familiar prefieren invertir en ella para su crecimiento; mientras los demás miembros, que no trabajan en la empresa, solo están interesados en dividendos?
- ¿Qué hacer cuando la empresa ha pasado a manos de la segunda o tercera generación y la mayoría de estos accionistas no trabaja en la empresa, no tiene cariño por ella, o peor aún, se están peleando entre sí?
- ¿Qué hacer cuando quieren buscar un socio para fusionarse, con el objetivo de complementar la gama de productos, aprovechar una red de distribución extranjera, adquirir tecnología, utilizar marcas, nombres comerciales, licencias de fabricación u otras propiedades industriales o intelectuales?
- ¿Cómo aprovechar las oportunidades de “Joint Venture” y/o de expansión internacional (por ejemplo, en Latino América), que ofrece el proceso actual de globalización?



**La solución podría ser admitir a un inversor o socio; o bien, la venta total de la empresa.**

Normalmente, lo primero que se hace para encarar las situaciones descritas, es acudir a abogados, auditores o asesores fiscales. Aunque estos profesionales son competentes en sus respectivas áreas de trabajo, no son especialistas en la compleja tarea de localizar inversores o vender una empresa. Estos profesionales jugarán un rol en las tareas específicas de contratos, análisis financieros, etc., pero no son idóneos en la presentación independiente de un negocio de área específica.

Aunque los dueños de una empresa conocen su negocio e industria mejor que nadie, no son especialistas en la compleja tarea que supone vender una empresa. (¡Vender una empresa es machismo más complejo que vender una casa!). Lo más probable es que nunca en su vida, hayan tenido que negociar una operación de este tipo.

**¡Una empresa familiar se vende solamente una vez!**

Esto contrasta enormemente con el perfil típico de un comprador, normalmente una multinacional o un grupo financiero. Éstos compradores hacen múltiples compras y están apoyados por equipos profesionales. Como contrapeso, los dueños de una empresa en América Latina también deben estar asesorados por un equipo con igual, o superior, experiencia.

Los dueños de una empresa tampoco disponen del tiempo necesario para llevar a cabo todas las tareas esenciales para la venta de su empresa.

Obviamente, publicar anuncios (incluso anónimos) es peligroso y podría perjudicar las relaciones con clientes, proveedores, bancos o empleados y, además, alertar a la competencia. Además, no hay que olvidar que contactos mal enfocados pueden enfriar a inversores y deteriorar la imagen de la compañía.

Para darle el valor a un negocio se puede recurrir a elementos cuantitativos y cualitativos, partiendo de aquellos cuantificables como son el balance general, estado de resultados, la información sobre proyección de ingresos y costos. La información contable tiene como característica el agrupar cuentas cuya cifra son una combinación entre el pasado, presente y futuro; por lo tanto la cantidad que arroja como resultado no puede ser el valor comercial de la empresa.

Entonces, si el sistema de información contable no dice en realidad cuanto vale un negocio: ¿cómo se puede determinar? Un negocio vale por su capacidad de generar beneficios futuros (Good-Will) adicionalmente de lo que posee en un momento determinado, es decir, un negocio vale por sus activos netos más el valor presente de sus beneficios futuros. El proceso que se debe seguir para determinar el valor comercial de una empresa, por ende no solo pasa por el valor del activo neto, sino mucho más por la determinación del valor Good-Will.

Para calcular el valor del intangible Good-Will debe hacerse una proyección de los flujos de caja sin tener en cuenta las cargas financieras y la amortización de la deuda durante un plazo justo; dicha proyección se puede definir con base en criterios



como avances tecnológicos, grado de deterioro de los activos productivos, la posibilidad de aparición de productos sustitutos, etc.

Todas las proyecciones deben realizarse a precios corrientes; es decir, teniendo en cuenta aspectos como la inflación, devaluación y aumento o disminución en el número de unidades para producir y vender. La tasa de descuento utilizada será una tasa de oportunidad de mercado que contemple el riesgo de acuerdo con la naturaleza del negocio y debe ser convenida entre las partes que analizan la transacción. Debe tenerse presente que a medida que aumenta la tasa de descuento disminuye el valor del intangible "Good-Will", en igualdad de las demás condiciones.

Ese proceso de determinación - en parte financiera y en parte estratégica - es un camino muy probable a seguir por los equipos de trabajo del comprador de una empresa, para lo cual equipo financiero del vendedor deba tener muy claros estos aspectos. Pero más allá de los fríos números, el comprador querrá conocer el posicionamiento de la empresa en sus segmentos de mercado, el conocimiento que existe de éstos, las oportunidades, la proyección, el poder de sus marcas o su grado de influencia. Es aquí donde deben intervenir los asesores estratégicos de la empresa, los cuales también deberán manejar los tiempos de traspaso de información financiera, comercial y productiva.

El equipo necesario:

- Asesor Estratégico que pueda explicar el Plan de Marketing o de Negocio; argumentar en dónde está la empresa y hacia dónde va o

debe ir. Normalmente encabeza al equipo asesor.

- Asesor Financiero que pueda respaldar y explicar los estados financieros de la empresa.
- Asesor Legal que pueda llevar a contratos y escrituras públicas lo acordado, prever riesgos y/o resquicios legales
- Se evitará que accionistas, salvo un representante de éstos elegido por el equipo asesor, intervenga en partes puntuales de la negociación.

Otros factores que inciden en el valor de una empresa:

#### Relacionados con la Empresa:

- Control general
- Expectativas
- Capital
- Informes y gestión gerencial
- Actividad económica y sector industrial
- Imagen de la empresa
- Aspectos laborales
- Calidad de la administración, honestidad, imagen
- Historia de la empresa
- Recursos humanos y tecnológicos

#### Relacionados con la gestión financiera:

- Solidez
- Rentabilidad
- Utilidades
- Liquidez
- Nivel de endeudamiento
- Costos financieros
- Perspectivas de la valorización
- Valor de los activos
- Política de dividendos
- Valor de la compañía
- Valor comercial



**Relacionadas con el mercado de la Empresa:**

- Sector al que pertenece
- Calidad de los productos
- Fuerza de distribución, tamaño del mercado, participación
- Conocimiento de sus mercados
- Calificación del personal de ventas
- Crecimiento / decrecimiento en sus mercados principales
- Solidez del Plan de Marketing o de Negocio

**Relacionados con políticas de estado:**

- Impuestos
- Incentivos Fiscales
- Política económica

los mismos, la confianza que debido a un buen desempeño gerencial se logre crear en el sector financiero. Existen otros factores propios de la característica del negocio, difíciles de detallar.

Para tener una buena aproximación del valor, se requiere disponer de información suficiente y cierta, y un conocimiento del sector o sectores en que interviene.

### Conclusiones

Es muy probable que el mismo negocio tenga valores diferentes para personas distintas, sin que esto implique error por parte de alguno, normalmente se obtienen rangos de precios, pero se debe tratar que sean estrechos.

Los factores que se tienen en cuenta para determinar el Good-Will fuera de los beneficios futuros pueden ser todos los bienes incorporeales como propiedad industrial, fórmulas químicas, procesos técnicos, marcas de fábrica, patentes, propiedad literaria y artística, la generación de utilidades, optima posición en el mercado, la experiencia, la buena localización, la calidad de la mercancía o servicio, el trato a los clientes, las buenas relaciones con los trabajadores, la estabilidad laboral de