



¿Cuándo hay que vender una empresa?



Universidad de Navarra



ISBN: 84-86857-63-7  
D. L.: B. 38788-2006

TODOS LOS DERECHOS RESERVADOS

Queda prohibida, salvo excepción prevista en la Ley, cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública y transformación de esta obra sin contar con autorización de los titulares de propiedad intelectual. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual.

# ¿Cuándo hay que vender una empresa?

Prof. Pedro Bueno, Titular de la Cátedra Fundación Bertrán de Iniciativa Empresarial, IESE

Prof. Josep Tàpies, Titular de la Cátedra de Empresa Familiar, IESE

Alejandro Rodríguez, Investigador Asociado

Julio 2006



Universidad de Navarra





# Índice

<b>1. INTRODUCCIÓN</b>	<b>7</b>
<b>2. ¿DEBO VENDER MI EMPRESA?</b>	<b>9</b>
2.1. Un análisis con microscopio, lupa, gafas y prismáticos	9
2.2. Propiedad y gestión	10
2.3. Recursos	10
2.4. Propuesta de valor	10
2.5. Entorno competitivo	11
2.6. Sustitutos o interacción con otras industrias	11
2.7. Regulación	11
2.8. Los árboles no deben impedir ver el bosque	12
2.9. La cabeza debe mandar sobre el corazón	12
<b>3. PROPIEDAD Y GESTIÓN</b>	<b>15</b>
3.1. Edad y sucesión	15
3.2. Horizonte temporal	15
3.3. Perfil de riesgo	15
3.4. Conocimientos específicos	16
3.5. Pasión por el negocio	16
<b>4. RECURSOS</b>	<b>19</b>
4.1. Recursos humanos	19
4.2. Recursos financieros	21
4.3. Evaluación de los recursos	22
<b>5. PROPUESTA DE VALOR</b>	<b>23</b>
5.1. Competencia en costes	23
5.2. Competencia en diferenciación	23
5.3. Ciclo de vida de los productos	24
5.4. Cambio en el nivel de intensidad tecnológica del producto	24
<b>6. ENTORNO COMPETITIVO</b>	<b>25</b>
6.1. Caída de barreras de entrada a competidores	25
6.2. Aumento del poder de mercado de competidores	25



6.3. Salida rápida del mercado de algunos competidores clave	26
6.4. Aumento del poder de mercado de proveedores	26
6.5. Aumento del poder de mercado del canal de distribución	27
6.6. Aumento del poder de mercado de los clientes	27
6.7. Entrada de un socio	27
<b>7. SUSTITUTOS E INTERACCIÓN CON OTRAS INDUSTRIAS</b>	<b>29</b>
7.1. Aparición de sustitutos	29
7.2. Valor de la cartera de clientes	30
7.3. Aparición de productos complementarios	30
<b>8. REGULACIÓN</b>	<b>31</b>
8.1. Cuotas o barreras arancelarias	31
8.2. Especificaciones técnicas	31
8.3. Régimen de responsabilidad	31
8.4. Reglas de acceso al mercado	32
8.5. Requisitos mínimos de cobertura	32
8.6. Creación de incentivos para nuevos negocios	32
<b>9. COYUNTURA ANORMALMENTE ATRACTIVA</b>	<b>33</b>
<b>10. BARRERAS EMOCIONALES PARA LA VENTA DE UNA EMPRESA</b>	<b>35</b>
<b>11. BARRERAS DE CONOCIMIENTO PARA LA VENTA DE UNA EMPRESA</b>	<b>39</b>
11.1. Falta de experiencia en compraventa de las empresas españolas	39
11.2. Voy a vender mi empresa... ¿Cómo lo hago?	39
11.3. Si vendo, ¿tendré desventajas fiscales?	41
11.4. ¿Cuáles son los riesgos de un proceso de venta?	41
<b>12. CONCLUSIÓN</b>	<b>43</b>
<b>ANEXO I: ¿DEBO VENDER MI EMPRESA? GUÍA DE REFLEXIÓN</b>	<b>45</b>
A) Propiedad y gestión	45
B) Recursos	45
C) Propuesta de valor	46
D) Entorno competitivo	46
E) Sustitutos/Interacción con otras industrias	48
F) Regulación	48
G) Consideraciones finales	48
H) Barreras emocionales a la venta	49



# 1. Introducción

---

Para un empresario es muy difícil considerar la venta de su empresa de una forma rigurosa y objetiva. Sin embargo, en muchos casos, la venta de la empresa puede ser la mejor solución para ésta y para el empresario. Este trabajo analiza organizadamente una amplia variedad de circunstancias en las que la venta de una empresa puede ser la mejor alternativa. No pretende prescribir a toda costa la venta, pero sí presentar el máximo número de encrucijadas en las que una acción potente es necesaria y la venta puede ser la alternativa. Si la acción potente no ocurre, el resultado es el inicio de un proceso de declive, con pérdida de valor en la empresa. Este proceso puede ser irreversible.

El trabajo pretende estimular la reflexión sobre una de las decisiones más importantes a las que se enfrenta un empresario en su carrera. Es preferible seguir y en ese caso qué hay que hacer, o es difícil seguir y en ese caso hasta qué punto es posible vender. El estudio de los procesos de declive empresarial pone de manifiesto que suele darse en la dirección una cierta actitud de autoengaño. Vista de lejos, objetivamente, desde fuera, sorprende que todo un equipo directivo pueda engañarse durante años de declive, conviviendo día a día con variables medibles que reflejan la sistemática caída.

Desde una perspectiva de responsabilidad social, es más satisfactorio el esfuerzo del emprendedor que se lanza a crear una nueva empresa que el del empresario que tira la toalla y vende la suya. Pero cuando una empresa se vende es porque hay otro empresario (el equipo directivo, otra empresa) dispuesto a comprarla. Se da el mejor de los mundos: alguien va a seguir luchando por sacar adelante la compañía objeto de la transacción y el empresario vendedor dispondrá del valor creado con su esfuerzo emprendedor y podrá aplicarlo a otras iniciativas proporcionadas a sus circunstancias personales en aquel momento. Obviamente, el peor de los escenarios es aquel en el que la empresa entra en declive, pierde su valor y acaba cerrando. Todos los días son noticia empresas que han sufrido ese proceso.



## 2. ¿Debo vender mi empresa?

Crear una empresa es un proceso que implica un fuerte compromiso emocional y, en muchas ocasiones, un cierto nivel de sacrificio para quienes se involucran en él. Construir un negocio puede implicar la aceptación de riesgos financieros y un trabajo y dedicación constantes. Por tanto, una empresa es a menudo un proyecto personal o familiar con una importancia que va más allá de la generación de recursos y de la creación de riqueza. Sin embargo, ninguna empresa opera en el vacío. El entorno social, político, tecnológico, económico, laboral, cambia cada día con su propia dinámica. Las ideas de negocio que pueden haber sido exitosas en el pasado no tienen porqué continuar siéndolo eternamente. Habría que evitar que el apego a las prácticas o enfoques tradicionales impida al empresario ser realista respecto a la situación en que se encuentra su empresa y sus opciones de cara al futuro.

Debido a la carga emocional que a menudo acompaña a la creación y a la gerencia de la propia empresa, especialmente aquellas de propiedad familiar, muchas veces no se plantea siquiera la opción de la venta, aunque ésta sea una buena alternativa para que los propietarios puedan obtener valor de ella, e incluso se asegure su continuidad. Un empresario racional debe ser capaz de tener una estimación realista del valor presente y futuro de su empresa, y de analizar en qué momento los cambios en el entorno y la situación competitiva de la empresa pueden marcar un punto de inflexión en su valor (ya sea positivo o negativo). En ocasiones, una situación competitiva adversa podrá resolverse mediante medidas de gestión, como una reestructuración de plantilla, un nuevo plan de marketing o una racionalización de costes. En otros casos, sin embargo, los cambios en el entorno serán de un calado tan profundo que afecten a la misma naturaleza del negocio, y por ello habrá que pensar en un cambio más ambicioso.

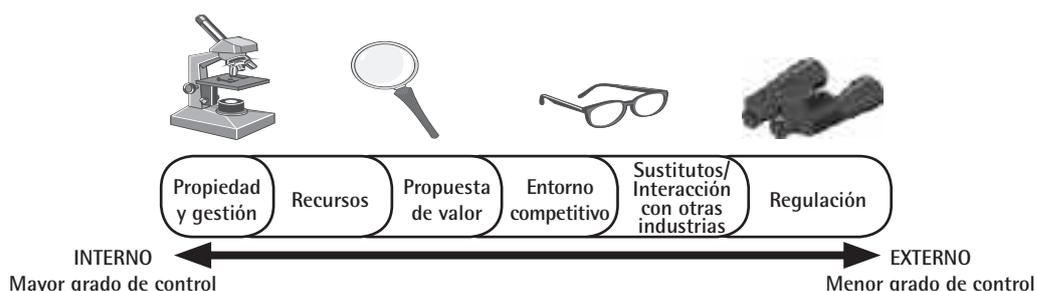
Para poder decidir con garantías sobre el futuro de una empresa, hay que llevar a cabo un análisis exhaustivo de cada uno de los factores que afectan su fuerza y posicionamiento competitivo, una valoración integral y conjunta del impacto de los cambios en cada uno de ellos, y una reflexión fría y objetiva sobre el mejor curso de acción a seguir.

### 2.1. Un análisis con microscopio, lupa, gafas y prismáticos

A la hora de estudiar la situación de una empresa, es necesario hacer un análisis completo y exhaustivo de los factores que determinan su valor. Es demasiado frecuente ver cómo los problemas de la gestión diaria impiden a las empresas replantearse su misión, su encaje con el entorno y la dirección en la que están avanzando, o cómo unos directivos excesivamente visionarios descuidan la gestión operativa. Un buen empresario o directivo debe hacer un esfuerzo para detectar los cambios que van a afectar a su empresa, ya se produzcan en el entorno inmediato o en industrias adyacentes. Antes de decidir las opciones de futuro de una empresa, es preciso hacer un análisis completo de todos los elementos que determinan su valor.

A continuación analizaremos los factores que pueden hacer que haya un cambio en las perspectivas de futuro de una empresa y que justifiquen la necesidad de plantearse una operación de venta. El cambio de situación puede producirse por diferentes motivos, que se pueden caracterizar en razón de hasta qué punto son intrínsecos a la compañía o dependen más de factores externos. Normalmente, la empresa tendrá un mayor grado de control sobre los aspectos internos de su funcionamiento o definición, con lo que una transformación en los mismos podrá ser abordada con un mayor número de instrumentos o recursos que, por ejemplo, un cambio en la estructura de la industria en la que opera o un cambio fundamental en la regulación del sector.

**Figura 1. Determinantes del valor de una empresa**



## 2.2. Propiedad y gestión

Las empresas son organismos vivos que forman parte de un ecosistema. Como tales, deben evolucionar para mantener su capacidad de competir y sobrevivir. A veces el o los empresarios que les dieron vida pueden no ser las personas más adecuadas para llevar el negocio adelante. Ello puede deberse a que sus perfiles personales, en lo que se refiere por ejemplo a capacidad de riesgo o liderazgo, ya no son los más adecuados para las necesidades del negocio. En otros casos, la estructura de gobierno que en un momento es adecuada para la empresa puede convertirse en una fuente de conflictos ante la perspectiva de un relevo generacional. Por ejemplo, un empresario con muchos hijos o sin hijos puede plantearse la opción de incorporar a gestores profesionales y a un consejo de administración para asegurar el futuro de la empresa. Puede ocurrir que esta decisión resulte en conflictos entre los nuevos gestores y los herederos una vez desaparecido el fundador de la empresa. En casos como éste, los conflictos entre propietarios o entre propietarios y directivos pueden ser de tal magnitud que afecten a la evolución y, por tanto, al valor de la empresa. Quizás una venta habría sido una mejor opción. En cualquier caso, la estructura de propiedad y gestión de una empresa debe estar adaptada a los retos que la organización tiene por delante.

## 2.3. Recursos

Una empresa no puede desarrollar su actividad a no ser que disponga de recursos. El mejor talento gestor no sirve de nada si no se combina con financiación, equipos productivos, propiedad intelectual y personal cualificado. Es por ello que un empresario debe ser consciente en todo momento de cuál es la situación del balance de recursos de su empresa, en el sentido más amplio. Para asegurar una óptima situación competitiva, un buen gestor debe conseguir que el balance de la empresa esté saneado en todo momento, pero también que los equipos productivos son los más adecuados para su actividad y se renuevan en el momento adecuado para evitar interrupciones de la producción.

Por otra parte, si el capital intelectual y humano son partes cruciales de la actividad, hay que asegurar un desarrollo continuo, obteniendo nuevas patentes antes de que disminuya el valor de las existentes, y procurando atraer, motivar y retener a los mejores empleados para que se identifiquen con el proyecto de la organización. En caso de que la empresa detecte una debilidad en alguno de estos frentes, el empresario deberá decidir si la situación puede corregirse de forma interna o si es preciso plantearse un cambio más radical con la ayuda de terceros, como socios nuevos que aporten capital, nuevos proveedores de equipo productivo, investigadores externos o empresas consultoras de recursos humanos. En caso de que estas carencias no se puedan resolver por la vía de la contratación, puede ser necesario hacerlo mediante la búsqueda de un nuevo propietario, o sea, la venta de la empresa.

## 2.4. Propuesta de valor

Un empresario debe ser consciente de cuáles son los elementos diferenciadores clave de su empresa. Debe saber si compete en valor añadido o en costes, o si su posición se basa en un dominio del diseño, en una marca reconocida o en una buena reputación. Una vez identificada la o las ventajas competitivas esenciales, la empresa debe saber hasta qué punto va a ser capaz de sostener esas ventajas a largo plazo. Si se detecta algún cambio o riesgo fundamental en los elementos que forman parte de dichas ventajas, habrá que replantearse el atractivo de seguir operando en la forma actual. Benetton, la conocida marca de ropa y complementos, es un ejemplo de empresa que fue capaz de concebir un modelo de negocio novedoso, desde la organización de su producción pasando por su sistema de distribución hasta su imagen de marca y publicidad. Sin embargo, las bases de esta diferenciación resultaron relativamente fáciles de copiar por otras empresas y hoy no representan una diferenciación radical.

## 2.5. Entorno competitivo

Toda empresa debe conocer y controlar la evolución de la estructura de los mercados en los que opera. La empresa debe conocer y anticipar, por ejemplo, una tendencia a la concentración en su sector que pueda ponerla en dificultades para competir. Por otro lado, debe mantenerse siempre vigilante respecto a su posición en la cadena de valor del negocio, y detectar con suficiente antelación en qué punto las dinámicas competitivas de sus clientes o proveedores pueden debilitar su poder de mercado de forma irreversible.

**CASO 1:** El mercado de la distribución de alimentos en España y muchos otros países es un claro ejemplo de concentración. Los grandes grupos internacionales de distribución, como Carrefour, han incrementado su presencia en todas las áreas de la geografía nacional y en todos los segmentos de mercado. También los grupos nacionales como Mercadona, Caprabo o Eroski han crecido de forma significativa. En este contexto, las cadenas menores de supermercados, o las tiendas individuales, han debido buscar formas de aumentar su tamaño, para contrarrestar el mayor poder de mercado de las grandes cadenas. Su gran dimensión se traduce en mayor capacidad de negociación con sus proveedores, lo que facilita el lanzamiento de marcas propias que les dan mayor notoriedad. Todo esto resulta en una oferta más competitiva contra la que los pequeños comerciantes no pueden luchar.

**Lección 1:** Ante una tendencia imparable a la concentración, hay pocas alternativas para una empresa pequeña: 1) buscar escala mediante acuerdos o alianzas estratégicas con una masa suficientemente grande de compañías en una situación similar; 2) buscar un nicho de mercado que los líderes de mayor tamaño no puedan servir adecuadamente, y hacerse fuerte en él, y 3) venderse a uno de los líderes en el proceso de consolidación. Si la elección es venderse, es evidente que el precio depende de la oportunidad que la empresa representa para los líderes del proceso de consolidación. El momento es clave. Cuando tiene varios compradores, una empresa vale más que cuando sólo tiene un posible comprador.

## 2.6. Sustitutos o interacción con otras industrias

La aparición de nuevas tecnologías o nuevas formas de combinar productos o servicios anteriormente independientes pueden crear amenazas para una industria en su conjunto, pero también pueden crear nuevas oportunidades de negocio, o hacer a la empresa más apetitosa para un potencial comprador. Una empresa ha de saber anticipar cómo estas dinámicas van a afectar el atractivo de su propia industria. También deberá entender hasta qué punto está preparada para sobrellevar estos cambios, en comparación con sus principales competidores.

## 2.7. Regulación

Un cambio en el entorno legal en el que opera la empresa puede tener un impacto muy grande sobre su valor. En determinados casos, la propia definición de la empresa depende de su marco legal, como es el caso de las empresas que operan en régimen de concesión, por lo que saber anticipar los cambios en dicho marco se convierte en una tarea de vital importancia. En otros casos, la regulación dicta las barreras de entrada y de salida aplicables en un mercado. Si la empresa es muy dependiente de estas barreras para mantener su competitividad, hará bien en anticipar las tendencias de reforma legal.

Un empresario debe tener presentes cada uno de estos factores que afectan al valor de su empresa, y anticipar los riesgos que pueden aparecer en cada uno de ellos. Una vez que los riesgos ya son claros y notorios para los propietarios de la empresa, también lo serán para los potenciales compradores o para el mercado en general, con lo que dichos problemas serán descontados del valor de la compañía y, por tanto, del precio en una eventual transacción. El empresario puede y debe hacer uso de la información de que dispone, por estar en contacto directo con la actividad, para

anticiparse a los problemas que puedan aparecer para su empresa en su actual configuración, y escoger la solución más adecuada. Hay que resaltar que ello no implica necesariamente ocultar información a los posibles compradores. Puede ser que los compradores también sean conscientes de esos problemas, pero que piensen que ellos pueden ser capaces de dar la vuelta a la situación con instrumentos o estrategias que no estarían disponibles para la propiedad actual.

**CASO 2: Normativa Europea de "Block Exemption":** La Unión Europea promulgó en 2002 la normativa de "Block Exemption" sobre el mercado de la distribución de automóviles, rompiendo los esquemas tradicionales del sector. A partir de la entrada en vigor de la normativa, en 2003, se desvinculan los negocios de venta y posventa de automóviles, de forma que cualquier taller independiente que cumpla los requisitos de competencia técnica, instalaciones y personal establecidos por la marca debe ser autorizado por ella para llevar a cabo servicios posventa (reparaciones y venta de recambios) sin tener que ser un concesionario autorizado. La normativa también hace posibles los concesionarios multimarca, y prohíbe las limitaciones geográficas (o cláusula de localización) en los contratos entre marcas y concesionarios<sup>1</sup>. Estas medidas pretenden fomentar la competencia en los servicios posventa. Con estos cambios se transforma por completo el mercado de la distribución de automóviles y servicios complementarios, dando un fuerte golpe a los concesionarios oficiales, quienes consiguen la mayor parte de su beneficio a partir de los servicios de posventa, que hasta ahora prestaban en un régimen muy protegido, y transformando profundamente las perspectivas de negocio de los concesionarios. Aquellos que no sean capaces de conseguir una escala de actividad suficiente se verán en dificultades para sobrevivir en el nuevo entorno competitivo. En cambio, los concesionarios más grandes, con capacidad y vocación de expansión, verán abiertas las puertas para la extensión de sus actividades más allá de los límites de su concesión.

**Lección 1:** Un cambio en el régimen legal de un mercado puede alterar sustancialmente el poder de negociación y la fortaleza relativa de los diferentes agentes.

**Lección 2:** En mercados con estructuras de márgenes muy ajustadas, los agentes más fuertes pueden aprovechar un cambio en la regulación para redefinir los términos de su relación, poniendo presión sobre los elementos más débiles de la cadena.

Algunos propietarios de concesiones independientes o pequeños grupos de concesiones salieron del negocio a finales de los años noventa o principios de la década de 2000 en condiciones más atractivas que las que serían posibles en 2006.

## 2.8. Los árboles no deben impedir ver el bosque

Aunque el análisis de la situación en cada uno de los ámbitos antes presentados se puede hacer de forma independiente, se debe también valorar íntegramente las consecuencias de dicho análisis. Es posible que ninguno de los elementos que describen la posición competitiva de una empresa sea suficiente por sí sólo para aconsejar su venta, pero la aparición simultánea de varios factores de riesgo puede hacer inclinar la balanza hacia la opción de la venta. Así, por ejemplo, una debilidad en la estructura de propiedad y gestión tendrá unas consecuencias muy graves si a ella se suma un deterioro de la situación competitiva, ya que si se encontrara en un entorno estable le daría tiempo para poner su casa en orden.

## 2.9. La cabeza debe mandar sobre el corazón

En ocasiones, aun tras llevar a cabo un análisis exhaustivo y una valoración integral de la situación de la empresa, y constatar un previsible deterioro de su situación competitiva, el empresario puede tener dificultades para rendirse a la evidencia y ser incapaz de llevar a cabo una reflexión fría y objetiva debido a factores emocionales que no tienen que

<sup>1</sup> Esta prohibición quedó en suspenso hasta octubre de 2005.

ver con la situación de la compañía. Muchas otras veces ni siquiera se llega a este punto, pues estos mismos factores emocionales hacen que el empresario se niegue a iniciar siquiera el proceso de autoevaluación. Es comprensible que esto ocurra, ya que una empresa es un proyecto cuyos objetivos van más allá de la generación de recursos para su propietario. Una empresa es una forma de vida, que proporciona al propietario satisfacciones y realización personal. Por ello es habitual que el fundador de una empresa sienta un fuerte vínculo emocional con la misma y se resista a reconocer la realidad de un entorno cambiante con argumentos poco racionales. Aunque sea difícil para el empresario propietario hacer abstracción de estas consideraciones emocionales, debe pensar que sin duda existen y buscar los filtros objetivos para despejarlas. Probablemente esta perspectiva objetiva estará fuera de la empresa y, seguramente, fuera de la familia. Un empresario puede beneficiarse del contraste de la situación con alguien profesional e independiente. Las barreras emocionales puestas por los empresarios a las decisiones que afectan a su empresa no pueden tener otro efecto que el de retrasar las acciones necesarias, reducir el poder de negociación del empresario y, en definitiva, reducir el valor que se puede extraer del negocio.



## 3. Propiedad y gestión

Éste es probablemente uno de los problemas más difíciles de reconocer para un empresario: el de su propia incapacidad para llevar adelante el negocio de forma óptima.

Hay muchos motivos por los que un empresario que ha sido la persona más adecuada para crear una visión de negocio, fundar y hacer crecer una empresa, puede no estar en condiciones de liderarla a largo plazo. Este tipo de situaciones son especialmente preocupantes en el caso de empresas familiares.

### 3.1. Edad y sucesión

Un empresario que sea además el fundador de su empresa muy a menudo tendrá tendencia a creerse imprescindible, alargando más allá de lo aconsejable su papel como director general de la empresa. En una empresa familiar donde hay candidatos adecuados para suceder al empresario, es necesario planificar la sucesión con el suficiente tiempo, a fin de evitar apresuramientos que lleven a conflictos familiares o a la designación de un sucesor incapaz de llevar la empresa adelante.

### 3.2. Horizonte temporal

En algunos momentos de la vida de una empresa es necesario acometer inversiones o reformas de gran envergadura que sirvan para sostener o mejorar su posición competitiva en el largo plazo. Un empresario de avanzada edad puede tener más dificultad en dedicar los recursos necesarios a estas inversiones, quizás autoengañándose un poco, restando importancia a aspectos clave y tendiendo a favorecer una política de "statu quo" que puede hacer que la empresa pierda oportunidades importantes.

### 3.3. Perfil de riesgo

Muchas veces la empresa, especialmente cuando se trata de un negocio familiar, es la principal fuente de ingresos de su propietario. Por ello, es posible que en un momento dado el empresario no se sienta cómodo con la idea de invertir nuevos recursos en la compañía, arriesgando sus activos personales que pueda tener al margen de la empresa. Si esta falta de interés en invertir se combina con un rechazo a la búsqueda de fuentes externas de financiación, el resultado será una pérdida de oportunidades que puede dañar el potencial de la empresa de cara al futuro.

**CASO 3: Empresas textiles de tejidos especiales:** Dos empresas textiles competían razonablemente en los años ochenta. Una de ellas invertía en I+D, realizaba adquisiciones y emprendió un despliegue global con plantas en Latinoamérica y en Asia. Esto requirió abrir el capital a socios internacionales, profesionalizar la dirección y reinvertir los fondos generados. En 2005, la empresa mantenía una posición destacada en su pequeño hueco de mercado. El propietario de la otra compañía optó por distribuirse la mayor parte del *cash flow* en forma de dividendos u otro tipo de remuneraciones que dedicó a actividades inmobiliarias. Finalmente, su empresa tuvo que cerrar en los últimos años noventa.

Las cantidades obtenidas de la compañía fueron muy inferiores al valor que en los años ochenta su empresa habría podido conseguir vendiéndose.

Probablemente, el segundo empresario no estuvo dispuesto o quizá no era capaz de hacer lo que era necesario para asegurar el futuro de su empresa. Intuitivamente, quizá pensó en diversificar su patrimonio. Seguramente se engañó viendo morir poco a poco su negocio textil. Quizá culpó a la coyuntura, a sus clientes cada vez más grandes o a competidores emergentes.

**Lección 1:** Es esencial para mantener el valor de una empresa que sus gestores estén identificados y comprometidos con el futuro de su actividad. En caso contrario, es mejor para todos los agentes implicados que la vendan y dediquen los capitales resultantes a la expansión de sus actividades empresariales preferidas (como en este caso, las operaciones inmobiliarias).

### 3.4. Conocimientos específicos

En el caso de que el empresario posea unos conocimientos respecto a la actividad de la empresa que no puedan ser absorbidos por alguien a corto plazo, vale la pena pensar en la posibilidad de traspasar el timón mientras el empresario todavía está en condiciones de liderar la transición y de proporcionar servicios de asesoramiento a la nueva propiedad, evitando así la devaluación del negocio. Este argumento es válido tanto para recomendar la planificación temprana de una sucesión como para recomendar una venta caso que dicha sucesión sea imposible de realizar con garantías.

En la valoración de la empresa, el fondo de comercio, o *goodwill*, que ésta atesora, y en definitiva, la plusvalía que genera la venta al vendedor, suele estar medida en términos contables o de proyección de negocio, sin que pueda calibrarse en muchas ocasiones en su justa medida el elemento personal o carisma que tiene el vendedor en sus relaciones, sobre todo, con clientes y proveedores. Es por este motivo que es cada vez más frecuente que el potencial adquirente de una empresa, sobre todo de empresas de tipo familiar, entienda y desee, como un factor esencial de su inversión, la continuidad del vendedor en la misma, o de cierto personal clave, por un período determinado de transición. Así, tanto externa como internamente, hacia los propios empleados, la sensación que se da es la de que nada ha cambiado.

Se puede producir así, en algún caso, una situación en la que las dos partes juegan a ganar simultáneamente, mediante el pago de un plus de precio, o *earn out*, al empresario vendedor, que permanece en su empresa durante un tiempo e incrementa su valor: el vendedor ganará más precio por sus acciones cuanto más beneficio genere durante el período en que sigue vinculado a la empresa, y el comprador estará encantado de pagar más precio por algo que alcanza más valor y que además se consolida en una dinámica positiva.

### 3.5. Pasión por el negocio

Un empresario se dedica a su empresa porque le apasiona el sector, le interesa estar metido en el día a día, conocer al detalle todo lo que sucede en su mercado, influir en su sector con sus ideas empresariales, crecer, ganar dinero, trabajar con colaboradores, proveedores o clientes interesantes. Con los años, el grado de interés puede disminuir. Es probable que una persona con carácter emprendedor deje de "vivir la empresa" o encuentre otras actividades que le apasionen más. Uno de los indicios del "cansancio" del empresario es cuando los beneficios de la empresa, en vez de invertirse en las posibles mejoras dentro de la misma, se usan para otros fines, con frecuencia patrimoniales, como puede ser una inversión inmobiliaria. Otro, más visible, es cuando el propietario va menos a su lugar de trabajo y dedica más tiempo a otras actividades (reuniones de asociaciones del sector, actos sociales o simplemente jugar a golf). En este caso la venta de la empresa puede ser aconsejable, ya que con el tiempo su declive será muy probable.

**CASO 4: Empresa de productos para cirugía:** El propietario de una pequeña pero exitosa empresa de suministros médicos se planteaba su posible venta. Tras muchos años al frente del negocio, pensaba en la posibilidad de retirarse. Sin embargo, temía que fuera difícil conseguir comprador, debido a que gran parte del valor del negocio residía en su propia vinculación personal a él. En concreto, la empresa dependía profundamente de las relaciones del propietario con una serie de fabricantes estadounidenses que valoraban su profesionalidad y cuyos productos distribuía en exclusiva. Esta relación se basaba en la confianza mutua y en el conocimiento íntimo de los productos por parte del empresario español, difícil de traspasar a corto plazo. Los fabricantes representados sabían que el empresario tenía buena relación y contaba también con el respeto de algunos de los mejores médicos españoles en su especialidad.

**Lección 1:** En los casos en que los conocimientos del propietario son parte integral del valor de una empresa, hay que ser consciente de ello, y planificar la sucesión o la venta con el suficiente tiempo como para transmitir los conocimientos y relaciones clave a los nuevos gestores.

**Lección 2:** La importancia de unos conocimientos específicos puede hacer imposible una salida rápida y limpia del empresario tras la venta de su negocio. Una falta de disposición a implicarse en un período de transición sólo resultará en una reducción del número potencial de compradores y/o una bajada en el precio que dichos compradores estarán dispuestos a pagar por la empresa.



## 4. Recursos

El empresario no debe esperar hasta que su empresa dé señales de declive. Es muy importante hacer una estimación de los recursos humanos y financieros necesarios para seguir creciendo. La opción de "no hacer nada" no existe en el mundo de los negocios. Se requiere una inversión continua en los procesos operativos, formación del personal, aumento de la fuerza de ventas o desarrollo de nuevos productos y servicios. Una empresa puede funcionar bien, pero un análisis del volumen de la inversión necesaria para seguir creciendo puede ayudar al empresario a decidir si está dispuesto a invertir aún más de su patrimonio o prefiere vender la empresa a un inversor con los recursos necesarios. Los recursos humanos y los recursos financieros son la clave de la actividad empresarial. Podríamos hablar de la tecnología o de las instalaciones, pero la primera se relaciona en gran medida con los recursos humanos y la segunda se puede medir en términos financieros. Ambos tipos de recursos, humanos y financieros, tienen relación con el valor de la compañía y su evolución y, por tanto, con la consideración de la oportunidad de mantener o de vender la empresa.

### 4.1. Recursos humanos

Quienes han estudiado el declive empresarial han observado que va acompañado de la pérdida de personas clave. Los profesionales de la empresa ven su carrera como un avance en tres direcciones: hacia arriba en la organización, con mejor retribución y en una empresa mejor. Cada vez más, los profesionales de la empresa contemplan en su carrera cierta discontinuidad. Quienes entraban en una empresa hace cuarenta años querían casi siempre ver en ella a su patrono para toda la vida. Eso ha ido evolucionando con los años. El currículo de alguien que en sus cuarenta sea un alto directivo, probablemente incorpora dos o tres cambios de empresa como mínimo. O incorpora una participación muy clara en la propiedad o en los resultados.

En esa selección hacia arriba, hacia más y hacia mejor, el declive de una empresa es un factor clave para desanimar al buen profesional. Esto es así sobre todo cuando el declive es el resultado del autoengaño por parte de los propietarios de la compañía. Cuando los directivos presentan una y otra vez propuestas que ellos ven como capaces de corregir el desvío a la baja y las mismas son sistemáticamente desanimadas o ignoradas, la reacción de los mejores es abandonar el barco. Hay muchos argumentos para desanimar propuestas creativas. Las frases más frecuentes incluyen expresiones como: "hemos de consolidarnos", "hemos de enfocarnos", "hemos de mejorar en lo nuestro, en nuestro terreno, en nuestro mercado", incluso "en nuestro *core business*".

La rotación en el equipo directivo es fácilmente medible. Seguro que podemos encontrar explicaciones: aquel era un creído, al otro le hicieron una propuesta por encima de su valor, el tercero siempre tuvo la obsesión de crear su empresa, el cuarto no estaba dispuesto a entregarse al ritmo que necesitábamos. Muchas veces estas explicaciones son una forma de autoengañarnos. Si hay rotación, casi seguro que hay declive y, por tanto, pérdida de valor. Puede ser una señal clarísima de que o se resuelve el problema o es preferible encontrar con rapidez un posible comprador.

De que la empresa son las personas, no cabe ninguna duda. Hay, por tanto, otra forma de declive del equipo humano distinta de la rotación: el envejecimiento. Cuando se envejece, se gana en experiencia, pero ya nos han dicho muchos pensadores destacados del mundo empresarial que una buena parte de la experiencia no es aplicable. Cuando la razón que se da para justificar cualquier propuesta o para frenar cualquier proyecto empieza: "Sobre la base de mi experiencia...", el ejecutivo joven suele tener una frustración. La experiencia puede ser un freno irracional a muchas ideas con potencial. Por eso suele ser bueno rejuvenecer los equipos directivos. Una buena integración de edades en los equipos de dirección sugiriendo la posibilidad de un flujo de sucesión, aunque no esté definido al cien por cien, aporta valor a la empresa.

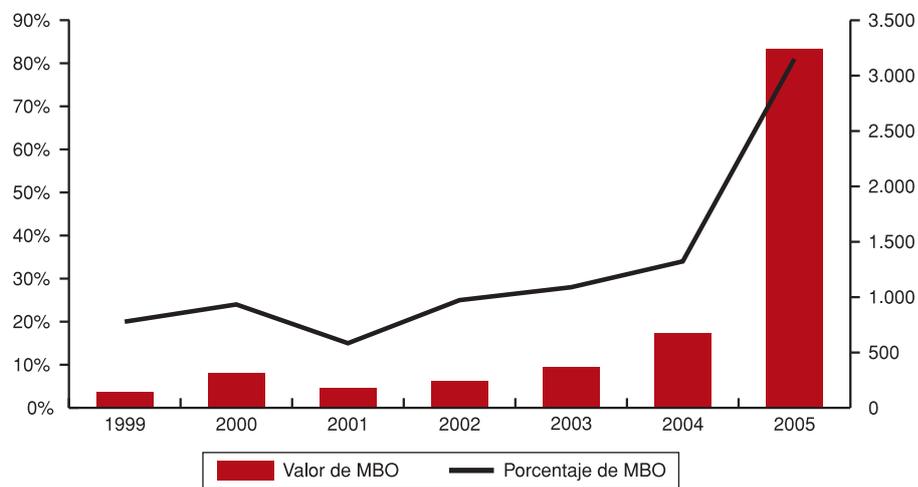
Una tercera línea de pensamiento sobre el equipo humano y su motivación está en la participación del equipo en los resultados. Cada día, las personas en puestos relevantes de dirección esperan participar de la riqueza que crean. La capacidad de motivar y de transformar que tiene un buen incentivo alineado con el plan estratégico es más notable cada día. Hay empresas en las que la compensación del equipo directivo es independiente de los resultados de la compañía. A veces, en planteamientos tradicionales que vienen de hace muchos años, eso es muy normal. Directivos con muchos años de servicio pueden estar hechos a esta idea. Pero la velocidad, el compromiso, el sobreesfuerzo, suelen estar relacionados con la participación en el resultado. Un directivo que se sienta seguro de sí mismo será sensible a ofertas en las que pueda capitalizar mejor su valía.

Debe quedar claro, por tanto, que la capacidad de atraer, retener y motivar a un buen equipo directivo es medible, y la evolución de esta medida tiene que ver con la creación de valor o con la pérdida de él. La reflexión consecuente puede llevar a la consideración sobre la oportunidad de una fuerte reorganización, la capacidad y voluntad de hacerla o, quizá, que sea otro propietario quien la haga.

Los equipos directivos son cada vez más activos en las operaciones de adquisición, las llamadas "*management buy-out*", cuando los directivos le compran la empresa a su propietario, o "*buy-in*", cuando son directivos externos que buscan los fondos en el sector del capital riesgo para comprar una empresa que les parece atractiva. Así que a la hora de valorar el equipo directivo también hay que tener en cuenta que ellos pueden ser potenciales compradores de la empresa.

En los últimos años ocurre un fenómeno curioso. Los fondos conocidos históricamente como de capital riesgo se lanzan masivamente a adquirir empresas en sectores relativamente maduros. En muchos casos adquieren la totalidad de la empresa y colocan un nuevo equipo de gestión. Los fondos pasan a ser conocidos por el nombre de "fondos de *private equity*". Las operaciones adoptan su nombre inglés de *buy-out*. La Figura 2 muestra el creciente impacto de este formato de adquisición en la transferencia de propiedad de empresas.

**Figura 2. Buy-outs en las operaciones de capital riesgo en España**



Fuente: Asociación de Capital Riesgo ([www.ascrri.org](http://www.ascrri.org)).

En el año 2005, la parte de las operaciones de *buy-out* aumentó hasta un 81% –una cifra fuera de lo normal y resultado de algunas grandes operaciones que tuvieron lugar (*buy-out* de Cortefiel, Amadeus, etc.). A pesar del aparente aumento de la actividad de los ejecutivos a la hora de pujar por una empresa, España todavía está lejos de otros grandes países de Europa y muy lejos de Reino Unido, el líder indiscutible de *buy-outs*, con un mercado superior a 29.700 millones de euros en 2005.

Muchos propietarios ven con poca simpatía que sus directivos les puedan comprar la empresa. Quizás alguno piense: "¿Cómo quedo yo si se la vendo por X y dentro de tres años él la vende por 3X?". Como mínimo deberían completar la reflexión pensando: "¿Cómo quedo yo si pudiéndola vender hoy por X, dentro de tres años la he de vender por la mitad?".

## 4.2. Recursos financieros

Hay tres cosas de una empresa que todo empresario debería llevar grabadas en su mente: el balance, la cuenta de resultados y el flujo de fondos. Estas tres medidas cuantitativas de la actividad y de la situación de una empresa son clave. El empresario debería conseguir que su equipo directivo vibrase también con estas medidas y trabajase en la línea de fortalecerlas.

Cada tipo de actividad empresarial suele tener alguna característica diferencial en la naturaleza de estas cuentas. Un negocio industrial intensivo en equipos necesitará un porcentaje más alto de recursos propios en el balance que un negocio de distribución. Una actividad cíclica deberá también tener el balance reforzado para prevenir la dureza de la caída del ciclo. Un negocio que contemple un fuerte crecimiento necesitará un *cash flow* con potencia suficiente para financiarlo. El entorno se encarga de aportar sorpresas que estropean las previsiones. Los atentados del 11 de septiembre de 2001, la caída del dólar, la crisis de América Latina o el huracán Katrina, han tenido en su momento impactos importantes sobre empresas muy sensibles a las variables clave de estos eventos y, de hecho, hay quiebras que han sido detonadas por estas circunstancias (algunas compañías aéreas, por ejemplo). Todo empresario debe saber que el entorno continuará provocando situaciones inesperadas y debe tener su empresa preparada para resistir un nivel razonable de turbulencia.

Pero cuando los números reflejan tendencias de deterioro de estas tres cuentas a lo largo de años, no cabe duda de que hay un proceso de declive en marcha y de que se está destruyendo valor. Cuando una empresa viola las reglas de juego de su industria, esto afecta a su valor. Un excesivo endeudamiento en su balance será deducido de cualquier valoración. Hay movimientos en las cuentas que las afean frente a terceros. El sacar activos importantes en periodos de declive

### CASO 5: Empresa de materiales de construcción

A un joven ejecutivo se le presentó la oportunidad de incorporarse a una empresa de materiales de construcción. A fin de valorar la conveniencia o no de aceptar dicha oferta, el ejecutivo se reunió con los principales directivos de la empresa (gerente, director financiero, director comercial, director de producción y director de recursos humanos). La empresa necesitaba incorporar nuevo personal debido a las recientes bajas de varios directivos de segundo nivel, descontentos con las posibilidades de avance profesional que la empresa les ofrecía. El ejecutivo valoró positivamente la empresa y su actividad y, sin embargo, le llamó la atención un detalle: todos los directivos con los que se reunió tenían entre 55 y 60 años. En ese momento se le ocurrió hacerles un comentario: «Uno de estos días haréis todos una gran fiesta de cumpleaños y os iréis a la vez de la empresa...». El ejecutivo decidió no incorporarse a la compañía, pues estimó que las perspectivas de su futuro eran poco prometedoras.

**Lección 1:** Hay que procurar evitar el anquilosamiento en las estructuras de la empresa. Aquellos con responsabilidades directivas deben identificar al personal con mayor valor para la empresa y asegurarse que tienen incentivos adecuados para comprometerse con el proyecto empresarial. En la medida de lo posible, la empresa debe crear planes de carrera para jóvenes directivos que puedan darle continuidad.

**Lección 2:** La falta de opciones de promoción y plan de carrera en una empresa es doblemente pernicioso, ya que no sólo harán que los mejores empleados de la empresa la abandonen, sino que fomentarán la "selección adversa", es decir, sólo el personal menos cualificado y menos ambicioso estará dispuesto a incorporarse a la empresa para sustituir a los que se han ido. Los mejores empleados, en cambio, desistirán de incorporarse. Si se mantiene la tendencia a largo plazo, tenderá a degradarse el capital humano de la empresa.

(edificios, inversiones financieras). El reparto de dividendos con cargo a endeudamiento. El gravar las cuentas con pagos poco justificados a sociedades de la misma propiedad (precios de transferencias, cargos por servicios). Naturalmente, un empresario propietario puede gestionar su patrimonio de una forma fiscalmente eficiente dentro de la legalidad, pero cuando la empresa no recibe lo que necesita para su salud financiera, esto puede representar un freno para su desarrollo, un desincentivo para sus directivos y, por tanto, destrucción de valor. Si todo esto ocurre con el objetivo de construir un patrimonio, vale la reflexión de si es preferible extraer dicho patrimonio de la compañía poniéndola en peligro o si es preferible construir el patrimonio vendiendo una empresa saneada.

Como hemos dicho que el objetivo de este trabajo no es recetar a toda costa la venta, debe quedar claro que hay alternativas al deterioro financiero. Si existe un sólido plan de "turnaround" (reestructuración) capaz de resolver el posible declive que ha provocado el deterioro de las cuentas, puede ser posible encontrar algún socio financiero que aporte el capital que necesita el balance de la compañía. Pero un socio implica algunas limitaciones a la gestión y una puerta abierta para volver a salir de la sociedad. Aunque estas cosas son menos traumáticas y complejas de lo que algunos empresarios creen, es bastante frecuente que muchos no quieran ni hablar de esta alternativa. Es aquí cuando volvemos al punto anterior. Una empresa necesita una determinada salud financiera o de lo contrario acaba perdiendo su valor. O se refinancia o puede ser mejor venderla.

### 4.3. Evaluación de los recursos

Un empresario debería saber siempre cuánto vale su empresa. Es la mejor forma de saber si está creando valor o destruyéndolo. Para esto, y para asegurar una buena gestión, es conveniente un cierto nivel de auditoría interna. Esta auditoría interna es aún más conveniente si se considera la posibilidad de vender la compañía. La auditoría interna puede revelar problemas que tienen corrección fácilmente o que son explicables, pero que si quien los descubre es un comprador pueden restarle valor a la compañía. El hecho de que el empresario se planteó el crecimiento y el desarrollo de su compañía con más entusiasmo que la ordenación patrimonial de la misma hace que, en ocasiones, si se plantea la posibilidad de vender, convenga hacer una reflexión profunda y detallada sobre qué es lo que de verdad se vende o conviene vender, o se ha de poner junto para vender, o es mejor separarlo porque el comprador no lo va a valorar.

#### ¿Cuáles son los problemas más habituales que se encuentran en este tipo de revisiones?

En primer lugar, es muy típico en las empresas familiares que haya cierta confusión entre los patrimonios personal y empresarial, o entre el patrimonio de las empresas del grupo. En muchas ocasiones, las empresas tienen muchos activos no relacionados con la actividad a vender, y al mismo tiempo no tienen algunos activos ligados al negocio. Ejemplos típicos incluyen los registros de patentes y marcas, nombres de dominio, etc., que en muchas ocasiones están registrados a nombre de una persona o empresa distinta de la que realmente los utiliza, o en el peor de los casos no están registrados. En estos casos, una transferencia o registro antes de la venta será normalmente lo apropiado.

Especial consideración merecen los inmuebles. En general, en aquellas empresas que tienen sus inmuebles en propiedad, éstos constituyen una parte importante de su valor. Habrá que estudiar en cada caso si esos inmuebles deben ser objeto de venta e, incluso si lo son, si deben venderse al mismo comprador que el negocio. Es común que antes de la venta los inmuebles se aporten a otras sociedades, y que éstas queden en control de terceros o de los mismos vendedores. En estas ocasiones, normalmente se establecerán contratos de alquiler entre las sociedades tenedoras de inmuebles y las que explotan la actividad.

Otra fuente habitual de problemas son los contratos en los que la sociedad sea parte. Por ejemplo, es frecuente que la empresa funcione con contratos verbales, que o bien nunca se pusieron por escrito o bien fueron modificados oralmente por las partes. Para un potencial comprador, este tipo de contratos no ofrece ninguna garantía de cuáles son realmente las condiciones y de si van a ser mantenidas por la otra parte. En otros casos, la auditoría puede revelar contratos con cláusulas prohibidas o ilegales.

En suma, cuestiones que, con conocimiento y tiempo, pueden ser corregidas con el fin de dar a la empresa su justo valor y decidir adecuadamente sobre la oportunidad de mantener o de continuar la empresa.

## 5. Propuesta de valor

En una economía de mercado, toda empresa necesita una estrategia competitiva que le dé algún tipo de ventaja frente a sus rivales. Esta estrategia puede ser de diferentes tipos, pero en cualquier caso debe estar claramente definida y ser sostenible en el tiempo. De lo contrario, la empresa se arriesga a quedar en un área de indefinición competitiva en la que no pueda servir adecuadamente a ningún segmento del mercado.

### 5.1. Competencia en costes

Una posible estrategia de diferenciación es la de tener una estructura de costes más competitiva que la de las otras empresas del mercado. Aunque ésta puede ser una estrategia viable, si la empresa compite como productor de bajo coste, debe ser consciente de la fuente de dicha ventaja, y debe evaluar hasta qué punto es sostenible. Si los competidores tienen o tendrán acceso a corto plazo a las mismas fuentes de suministro o técnicas de producción que la empresa, ésta puede ver su ventaja en costes erosionada en poco tiempo.

### 5.2. Competencia en diferenciación

Una empresa que compite siguiendo una estrategia de diferenciación y alto valor añadido debe sustentar esta estrategia mediante una marca reconocida, una reputación de alta calidad o el acceso a una propiedad intelectual diferenciada y defendible. La empresa debe estar siempre alerta respecto a su capacidad para sostener el valor de estos instrumentos de diferenciación. La debida protección del valor de los elementos intangibles de la empresa pasa en todos los casos no sólo por la adopción de las decisiones estratégicas y de creatividad empresarial acertadas, sino también por la adecuada protección jurídica de dichos elementos a través de los instrumentos que el ordenamiento legal pone a disposición de las empresas: registros, acuerdos de licencia, en su caso eficaz lucha contra las falsificaciones, etc. Con más frecuencia de la que se piensa, una empresa es poseedora de un valioso *know-how*, una tecnología o unos secretos comerciales que están insuficientemente o nada protegidos, de modo que pasan al dominio público sin que tal empresa pueda extraer de ellos el beneficio económico debido.

Sostener el valor de una marca exige normalmente fuertes inversiones en publicidad. La aparición de un nuevo medio, o el cambio en las tendencias de consumo, pueden resultar en la necesidad de incrementar de forma considerable el gasto en publicidad. Si la empresa no puede asumir estas cargas, es muy posible que la marca se devalúe al cabo del tiempo, erosionando así el valor de la empresa. Por otro lado, una reputación de calidad debe estar basada en hechos. En muchos mercados los consumidores son crecientemente exigentes con los niveles de calidad. Verificar el cumplimiento de los compromisos de calidad puede llegar a ser muy caro, y en ocasiones requiere una muy elevada especialización. La tendencia a la subcontratación e internacionalización de cada vez mayores partes del proceso productivo crea un reto para cualquier organización que compita en calidad, por la complejidad que supone supervisar a todos los proveedores. Por último, una estrategia intensiva en diferenciación puede requerir altos niveles de I+D, muchas veces repartido e integrado con proveedores, con habilidad para proteger la propiedad intelectual y defenderla.

La empresa debe saber en todo momento dónde se sitúa en relación a estos ejes estratégicos y estar segura de poder defender o aumentar estas ventajas competitivas.

Como parte integral de cualquier estrategia competitiva, la empresa debe contar con una cartera de productos o servicios sólida y con proyección de futuro. Construir y mantener una cartera coherente de productos requiere en la mayoría de sectores inversiones considerables en equipos, personas y conocimiento, que la empresa puede no estar en condiciones de asumir. Si éste es el caso, y en tanto que estas debilidades sean conocidas, el valor de la empresa descenderá en línea con el cada vez mayor coste esperado para un inversor externo de reconducir la situación.

### 5.3. Ciclo de vida de los productos

Si el *mix* de productos de la empresa está llegando a su punto de madurez y la empresa no ha sido capaz de invertir recursos en la renovación de su cartera, es previsible una bajada en el valor del negocio, cuando el mercado descunte los menores márgenes y flujos de caja asociados con la obsolescencia de los productos. En esta situación, la empresa debe decidir si hace una apuesta por la inversión en desarrollo o si es más aconsejable dejar que sea un nuevo propietario el que se haga cargo de la tarea de renovar los productos. Hay que señalar que cuanto más tiempo se deje pasar, más graves serán las consecuencias de la madurez de los productos y más difícil encontrar a un comprador dispuesto a invertir para reconducir la situación. Puede ser que llegado este momento, el mayor activo de la empresa sea solamente su presencia en el mercado, por medio, por ejemplo, de una red de distribución o de puntos de venta, que pudiera permitir a un comprador cubrir instantáneamente una zona.

### 5.4. Cambio en el nivel de intensidad tecnológica del producto

Si los productos que comercializa una empresa están a punto de sufrir una revolución tecnológica para la que será necesario invertir una gran cantidad de recursos, entonces el valor de la empresa empezará a bajar en el momento en que sus competidores introduzcan las nuevas tecnologías. Si la empresa no está en condiciones de invertir en tecnología a la escala necesaria, su valor puede caer de forma muy rápida cuando el mercado se dé cuenta de esta circunstancia. Imagínense un banco sin la red de cajeros automáticos o sin acceso por Internet. En esta coyuntura, una empresa tiene diferentes alternativas, como la adquisición de otra empresa que ya disponga de la nueva tecnología o un acuerdo de desarrollo conjunto con otras competidoras que se encuentren en una situación similar.

**CASO 6: Compañía farmacéutica:** Una pequeña empresa farmacéutica era líder de mercado en su nicho particular (con una cuota de mercado de aproximadamente el 60% a nivel mundial). Como tal líder, era muy rentable, pero estaba en cuestión la viabilidad a largo plazo de su dominio en el nicho de mercado que ocupaba. Los propietarios se negaban a vender por el buen estado presente de la empresa, sin pensar en cómo las tendencias del mercado iban a afectar a su posición dominante o si serían capaces de defenderla. Al cabo del tiempo, su ventaja o liderazgo tecnológico en su nicho se fue erosionando, y no tuvieron el capital suficiente, o la voluntad, o la suerte, para defender ese nicho con nueva I+D.

**Lección 1:** Hay que mirar dos pasos más allá de la situación actual. El mejor momento para vender una empresa es justo antes de que sea necesario. En el momento en que al propietario le resulta evidente que es preciso vender, normalmente también es evidente para los potenciales compradores, lo que debilita sus bazas negociadoras. En este momento ya se ha perdido valor.

**Lección 2:** Una posición actual de solvencia y liderazgo no es garantía por sí misma de liderazgos futuros. Si el mercado en el que la empresa domina se transforma de repente, exigiendo una gran inversión en tecnología para mantener la competitividad, la posición dominante puede desaparecer rápidamente si la empresa no acomete las inversiones requeridas. Puede ser que entren en ese mercado jugadores atípicos.

**Lección 3:** La erosión de cuota de mercado en el nicho dominado disminuye el valor de la empresa por lo menos por dos motivos:

- El obvio, por la menor cifra de negocio.
- El menor valor que tiene para un potencial adquirente la disminuida cartera de clientes. Puede ser que un comprador más grande no esté interesado en el producto que vende la empresa, pero que valore la posibilidad de acceder a sus clientes y de penetrar las cuentas más a fondo con sus productos ya existentes. Cuanto más disminuye la cartera de clientes, menos atractiva se vuelve esta opción.

## 6. Entorno competitivo

Un empresario debe estar en todo momento alerta a su entorno competitivo, pues los cambios en el mismo son claves a la hora de determinar el valor de cualquier empresa.

La posición competitiva de una empresa viene definida por su poder de mercado respecto a clientes, proveedores o canal de distribución, así como por las barreras de entrada y de salida vigentes en su sector. Un deterioro en sólo uno de estos factores puede no ser suficiente para dañar la posición competitiva de la empresa de forma grave. En cada industria habrá que valorar cuáles de los diferentes elementos del entorno competitivo afectan de forma más crítica a las opciones de futuro de la empresa y analizar cada uno de ellos. Si se percibe un deterioro significativo en varios de estos elementos de forma simultánea, si alguno de ellos puede deteriorarse de forma grave, hay que tomar nota y buscar alternativas de solución. Aunque hay muchas opciones posibles para intentar solucionar estos problemas, empezando por mejoras de gestión, si los cambios son profundos y permanentes, la venta no debe descartarse dentro del conjunto de opciones a tomar. De nuevo hay que recalcar que para tomar una decisión que maximice el valor de la empresa, es necesario anticipar la aparición de estos problemas, y no reaccionar a ellos.

### 6.1. Caída de barreras de entrada a competidores

Las barreras de entrada en un mercado pueden ser de diferentes tipos (legales, tecnológicas, de inversión, de acceso a capital humano). Si alguna de estas barreras cae, la empresa puede ver cómo de repente su entorno competitivo se deteriora por la aparición de nuevos competidores.

### 6.2. Aumento del poder de mercado de competidores

La empresa debe detectar si sus principales competidores están siguiendo políticas de consolidación y si ello redundaría en una pérdida significativa de peso específico de la empresa en el mercado en el que opera.

El efecto de una pérdida de tamaño será más importante si:

- El mercado en el que la empresa opera está estancado o decreciendo (la competencia será más dura).
- La empresa que se consolida puede aparecer como más atractiva para los mejores profesionales del sector.
- El producto o servicio que vende la empresa depende de efectos de red. Es decir, que un nuevo cliente captado por un competidor puede tener un efecto de arrastre sobre sus familiares o amigos. En estos casos tienden a agravarse los inconvenientes derivados de una pérdida de peso relativa.

En caso de que una empresa se encuentre en un entorno competitivo que se está consolidando, con firmas que estén alcanzando una dimensión mucho mayor que la propia, la empresa puede tomar dos alternativas:

- Convertirse en líder del proceso de consolidación, si tiene los recursos suficientes para ello o está dispuesta a buscarlos.
- Plantearse su venta a una de las empresas que lidera el proceso.

**CASO 7: Empresa de publicidad:** Una pequeña empresa española del campo de la publicidad se enfrentaba a un mercado con claros signos de concentración en unos pocos grupos internacionales. Pese a ello, los propietarios de la empresa no la querían vender. Finalmente, la empresa se vendió a una de las grandes compañías de su sector antes de que cambiara de forma importante la regulación en uno de los mercados en que operaba. El cambio regulatorio afectó al comprador, pero no tanto como hubiera afectado. Anteriormente a este momento, los propietarios de la empresa habían tenido buenas oportunidades de crecer en otros mercados, pero decidieron no aprovecharlas por no tener la tolerancia al riesgo necesaria, o las ganas de comprometer nuevo capital para el proyecto.

**Lección 1:** Cuando la industria en la que opera una compañía va camino de consolidarse, hay dos alternativas:

- 1- Convertirse en el núcleo de un grupo de mayor tamaño (ser el consolidador).
- 2- Venderse a una de las empresas que están liderando la consolidación al principio del proceso.

Si no se vende al principio del proceso, el valor relativo de la empresa en venta disminuye, pues cuando los adquirentes ya tengan un cierto tamaño que les acerque a su objetivo, van a ser más cuidadosos y selectivos para identificar nuevos objetivos de adquisición.

**Lección 2:** Cuando una empresa está desaprovechando posibles oportunidades de negocio por su no coincidencia con los niveles de tolerancia al riesgo o el horizonte temporal de su propietario, puede ser una buena opción vender dicha empresa a fin de aprovechar parte del valor de esos proyectos, que el comprador podría llevar a cabo.

### 6.3. Salida rápida del mercado de algunos competidores clave

Aunque la salida del mercado de un competidor suele ser una buena noticia a corto plazo, un empresario prudente debe estar alerta ante cualquier movimiento en el mercado. La salida de un competidor puede deberse a debilidades propias, por motivos internos, a la existencia de oportunidades más interesantes o a la necesidad de liquidar activos. Sin embargo, también puede ser una indicación de que el mercado en cuestión se está volviendo menos atractivo. En este último caso, cada desinversión por parte de un competidor puede ser una victoria pírrica. La empresa puede caer en el error de ver con satisfacción un aumento de cuota de mercado a corto plazo, cuando en realidad la salida de los competidores puede ser un aviso. En caso de que el sector se encuentre en un estado grave, los primeros competidores en vender tendrán mejores opciones de encontrar comprador que los que esperen hasta que esta crisis sea mucho más evidente para los mercados. Por ejemplo, la venta a competidores chinos de varias empresas europeas medianas fabricantes de maquinaria especializada puede predecir una importante caída de precios futura en ese sector.

### 6.4. Aumento del poder de mercado de proveedores

Si se están consolidando los proveedores, puede ser que la empresa no vaya a ser capaz en el futuro de obtener los aprovisionamientos necesarios en condiciones de precio, cantidad y servicio adecuadas, lo que puede dañar gravemente su competitividad. Ante esta situación, una empresa puede plantearse liderar a su vez un proceso de consolidación en su mercado, con la esperanza de restablecer el equilibrio en los poderes de mercado respectivos, o bien pensar en una operación de venta. Ésta podría tomar la forma de una venta a un competidor, o de una integración vertical con los proveedores. Por ejemplo, la consolidación ocurrida en el sector siderúrgico afectó de modo especial a empresas cliente medianas y pequeñas durante el período de escasez que tuvo lugar en 2004.

## 6.5. Aumento del poder de mercado del canal de distribución

Una mayor concentración del canal de distribución implicará normalmente un aumento de poder de los distribuidores y, por tanto, un relativo empeoramiento de las condiciones económicas en que los productos o servicios de la empresa se colocan en el mercado. Si se prevé que dicho problema se presente en grado extremo (como por ejemplo si todos los distribuidores van a combinarse en una alianza o van a ser adquiridos por una multinacional), habrá que estudiar alternativas. De nuevo puede haber salidas a este tipo de problemas que vengan por soluciones de gestión, como buscar canales alternativos o diversificar actividades. Sin embargo, si ninguna de estas medidas es realizable, o no lo es a corto plazo, entonces la venta aparece como una opción a estudiar. Éste sería, por ejemplo, el caso de los hoteles independientes o de las pequeñas cadenas hoteleras frente a los tour-operadores.

## 6.6. Aumento del poder de mercado de los clientes

Un aumento del poder de mercado de los clientes puede producirse por diferentes motivos:

- Cambio en los procesos productivos o de negocio del cliente, que hacen que el producto suministrado por la empresa decrezca en valor o deje de ser crítico.
- Aparición de sustitutos que puedan cubrir las necesidades del cliente de la misma forma (o mejor) que los productos de la empresa a corto o medio plazo.
- Entrada masiva de nuevos competidores (por la caída de barreras o por el atractivo del mercado).

## 6.7. Entrada de un socio

En ciertas situaciones competitivas, la mejor decisión estratégica para un empresario puede consistir en vender una parte de su empresa, permitiendo la entrada de un nuevo accionista en el capital. Se trata de situaciones en las que al empresario le puede interesar ceder parte de la titularidad de su empresa a cambio, por ejemplo, de captar nuevos recursos financieros con la finalidad de ampliar actividades (eventualmente en forma de entrada de capital riesgo), o para desarrollar un plan de negocio concreto, o para incorporar a su proceso productivo ciertas tecnologías o *know-how* que el nuevo accionista posee, o generar sinergias (con clientes, con proveedores, con competidores).

Como operación de capital, la entrada de un nuevo accionista se podrá estructurar de distintas formas: una compra de acciones, una ampliación de capital, una aportación de rama de actividad, una fusión. La estructura óptima desde un punto de vista jurídico-fiscal para la operación de entrada del nuevo accionista en la empresa dependerá de un elenco muy variado de factores, tales como la naturaleza de la aportación de éste a la empresa (capital, *know-how*, tecnología, fusión con otra empresa, etc.), el tipo de accionista que se incorpore (entidad de capital riesgo, socio financiero, socio industrial, socio tecnológico, etc.), la participación en el capital social que quiera adquirir (minoritaria, mayoritaria, control conjunto), la duración que se quiera dar a la incorporación del nuevo accionista (indefinida, de duración determinada, hasta que se produzca un evento concreto, etc.) o el valor de la aportación del nuevo accionista.

Además, para alcanzar la finalidad perseguida con la apertura del capital de su empresa a un tercero, la regulación de un marco estable de relaciones con el nuevo accionista será crucial para el empresario vendedor. De lo exhaustiva y detallada que sea esta regulación dependerá en gran medida que la nueva relación sea un éxito o un fracaso; si en la negociación las partes ponen encima de la mesa todos los detalles de lo que será su futura relación, podrán alcanzar un acuerdo o consenso sobre los mismos *a priori*, evitando posibles discrepancias una vez sean socios en la empresa. Además, un marco detallado de relaciones le permitirá en todo caso al empresario garantizar su posición en la empresa tras la entrada en el accionariado del nuevo accionista, para el caso de que la relación no acabe siendo lo fructífera o lo fluida que se esperaba.



## 7. Sustitutos e interacción con otras industrias

### 7.1. Aparición de sustitutos

Si se prevé que los productos o servicios de una empresa pueden ser sustituidos de repente por los de otra industria, hay que analizar el impacto de este cambio y estar preparado para una alteración de las dinámicas competitivas. Un empresario debe analizar hasta qué punto otras industrias van a poder producir en breve sustitutos perfectos para sus propios productos, y a qué porcentaje (en número y en valor) de sus clientes podrían convenir los nuevos productos. Si el impacto es sustancial, el empresario podría plantearse una venta a una empresa del nuevo sector (más dinámico). El empresario del otro sector podría estar interesado en la posibilidad de incrementar la rapidez del proceso de sustitución.

**CASO 8: Kodak.** Eastman Kodak es un líder mundial en fotografía, habiendo creado prácticamente en solitario el mercado de la fotografía doméstica en los primeros años del siglo XX. A mediados de los años ochenta todavía tenía una cuota de mercado del 80% en ventas de carretes de fotografía a nivel mundial. Sin embargo, a finales de los años noventa fue incapaz de anticipar adecuadamente el éxito de la fotografía digital. A la lentitud de su reacción se une el hecho de que Kodak se encontró en el campo de la fotografía digital con rivales de la industria informática, como Canon o Sony, más acostumbrados a la rapidez de los cambios en este mercado. Como consecuencia de su tardanza en reconocer el declive de su negocio tradicional, Kodak se ha visto obligada a hacer cambios drásticos en su negocio, con planes de recortar hasta 25.000 puestos de trabajo hasta el año 2007. En el año 2003 se vendieron por primera vez más cámaras digitales que cámaras de film en Estados Unidos.



Cotización de Eastman-Kodak, NYSE, 1996-2005

**Lección 1:** Un cambio tecnológico puede dar entrada a nuevos competidores en las áreas tradicionales de negocio de una compañía.

**Lección 2:** Retrasar las necesarias medidas de adaptación sólo puede hacer que el ajuste sea más difícil y más costoso.

**CASO 9: Empresa farmacéutica:** Una empresa farmacéutica había estado produciendo con éxito un medicamento durante años, pero se enfrentaba a la caducidad próxima de su propiedad intelectual sobre el mismo. La empresa preveía que en el momento en que caducara su patente, otras empresas del sector empezarían a producir sustitutos genéricos del medicamento, con lo que se enfrentaría de repente a un mercado competitivo. Anticipando esta posibilidad, la empresa decidió liderar el paso a la producción de genéricos para adelantarse a sus posibles competidores.

**Lección 1:** Una empresa debe preparar estrategias y planes de contingencia para el caso en que sus productos se enfrenten a sustitutos.

**Lección 2:** En ocasiones, cuando se esté seguro de que la aparición de competidores es inevitable, puede ser recomendable adelantarse a la competencia y ser el primero en ofrecer los sustitutos a los propios productos, para así bajar el atractivo del mercado para un nuevo entrante.

## 7.2. Valor de la cartera de clientes

Una empresa puede ser atractiva para otra empresa de otro sector diferente por la posibilidad de acceder a la cartera de clientes de la primera para venderle servicios complementarios. Si un empresario detecta este hecho *a priori*, puede aprovechar para vender su empresa a un mayor precio del que el propio valor de su actividad justificaría. A la hora de valorar esta alternativa, cobran capital importancia factores tales como la existencia de contratos a largo plazo con los clientes, la fidelidad del cliente a una marca o a un fabricante determinado en el mercado de productos o servicios en cuestión y la calidad o, en general, características del servicio posventa. Cuanto más vinculados estén los clientes a un negocio y menos dependa el negocio de otros factores, más probabilidades habrá de convertir dicha valiosa base de clientes en un mayor precio.

## 7.3. Aparición de productos complementarios

El descubrimiento de una nueva aplicación para un producto, cuando se usa en conjunción con otro, puede aumentar el valor de ambos productos para un cliente. Esta nueva combinación de usos puede ser una oportunidad para la combinación de esfuerzos entre empresas de cada uno de los sectores, pero también puede ser una amenaza para aquellas que se queden al margen de la tendencia. La aparición de las aerolíneas de precios bajos ha estimulado, en ciertos destinos, negocios como el alquiler de coches o el alquiler de apartamentos. Incluso se han estimulado desarrollos inmobiliarios para producir viviendas alquilables. Pero la entrada de esta oferta complementaria de viviendas alquilables es vista con preocupación por el sector de la hostelería.

## 8. Regulación

Aunque todas las empresas operan en un marco legal, algunas de ellas dependen crucialmente de la regulación para mantener su valor. Toda empresa debe comprender hasta qué punto la regulación es un componente clave o no de su negocio, y saber anticipar los posibles cambios. Una empresa que no ha previsto los cambios regulatorios y que se ha visto atrapada por ellos se encuentra en la peor de las situaciones: posiblemente, ni tiene futuro como negocio autónomo, ni resulta ya atractiva para un potencial comprador. Por contraposición, una empresa que ha anticipado los cambios regulatorios puede resultar poco rentable a corto plazo por el importante coste de inversión en que puede haber incurrido, pero puede resultar altamente apetecible para un comprador potencial más poderoso económicamente.

A continuación se apuntan algunos casos de cambios regulatorios.

### 8.1. Cuotas o barreras arancelarias

Una empresa que opera en un mercado protegido por barreras arancelarias debe conocer bien cuál es la estructura real de mercado al otro lado de estas barreras. Si los productos de otras empresas son más competitivos que los propios, ya sea por su mayor valor añadido o por su menor coste de producción, la ventaja en precios que tenga una empresa puede desaparecer en el momento en que se rebajen o eliminen las barreras arancelarias que lo protegen. La incertidumbre creada en el sector textil mundial por los intentos de protegerlo por parte de distintos gobiernos parecía en el verano de 2005 perjudicar a muchas empresas sin un claro beneficio a largo plazo.

### 8.2. Especificaciones técnicas

Los productos de una empresa industrial normalmente están sujetos a normativas técnicas de obligado cumplimiento para su comercialización, como estándares técnicos, certificaciones o registros. El cumplimiento de estos requisitos supone siempre un coste para la empresa, que ha de diseñar su estructura productiva en consecuencia. Un endurecimiento de dichos criterios técnicos puede suponer un cambio en la estructura de costes de la empresa, que haga que sus productos dejen de ser competitivos. Al mismo tiempo, la no adaptación de la empresa a los sucesivos estándares técnicos no acarrea sencillamente un problema de competitividad, sino que pura y llanamente no es una alternativa.

### 8.3. Régimen de responsabilidad

En algunos sectores económicos, el cumplimiento del régimen legal de responsabilidad asociado a las actividades de la empresa puede suponer un importante coste. Por ejemplo, en empresas relacionadas con el sector médico, los costes de una mala práctica dependen de la legislación vigente y de los criterios aplicados por los jueces. Si se prevé un endurecimiento de estos criterios, puede ser que la empresa no tenga la dimensión suficiente para cubrirse de forma eficiente, por lo que las primas de seguros pueden cambiar sus ecuaciones económicas y afectar el valor de la empresa.

El problema al que se enfrentaba Merck tras el fallo en su contra de un tribunal norteamericano por efectos secundarios de su producto Vioxx sería probablemente superior a la capacidad de defensa de muchas empresas pequeñas y medianas. Aunque en España las condenas judiciales derivadas de la exigencia de responsabilidad a las empresas por negligencia, mala praxis o productos defectuosos distan todavía de los volúmenes que se alcanzan en países como Estados Unidos, la tendencia de los tribunales en nuestro país va claramente en el sentido de objetivar la responsabilidad de las empresas y endurecer el importe de las condenas.

## 8.4. Reglas de acceso al mercado

Muchas empresas actúan en mercados con acceso restringido mediante diferentes instrumentos legales. Por ejemplo, el Gobierno puede limitar el acceso mediante subasta de licencias o concesiones, o mediante la estipulación de unos criterios técnicos o económicos mínimos que debe cumplir una empresa para poder entrar en el mercado. Un cambio en estos criterios, por tanto, puede tener un impacto inmediato sobre la estructura de mercado, de forma que la posición competitiva de la empresa se debilite de repente. Al mismo tiempo, las empresas que obtengan el beneficio de las disposiciones transitorias que normalmente acompañan a todo nuevo régimen, o que disfruten de derechos adquiridos bajo un régimen ya no disponible para otras, gozan de una ventaja competitiva adicional que aumenta su valor.

## 8.5. Requisitos mínimos de cobertura

Muchas empresas que operan en términos de concesión de servicios públicos están obligadas a proporcionar servicios a un cierto segmento de clientes poco rentables, a cambio de la opción de vender servicios a otros que sí lo son. De esta forma, mediante subsidios cruzados, el dinero que se pierde sirviendo a unos se recupera sirviendo a otros. Si cambian los requisitos de cobertura mínima, puede cambiar de forma importante el valor de la empresa. Por ejemplo, una empresa de telefonía puede estar obligada a servir a todos los pueblos con una población superior a 1.000 habitantes. Si de repente el Gobierno modifica los términos de la autorización para requerir que dé servicios a los pueblos de más de 500 habitantes, el *mix* de clientes rentables/no rentables cambia inmediatamente, y con él los *cash flows* proyectados y el valor de la empresa.

## 8.6. Creación de incentivos para nuevos negocios

En ocasiones, la actuación del regulador puede incluso hacer aparecer negocios nuevos donde antes no existían, o hacerlos desaparecer por completo. Así, por ejemplo, ha surgido prácticamente de la nada un mercado para la comercialización de derechos de emisión de CO<sub>2</sub>, o se han desarrollado tecnologías de generación de las energías renovables, tratamiento de los residuos y la cogeneración gracias a los incentivos que el denominado "régimen especial" conlleva. De la misma manera, surgen nuevos negocios con ocasión de la desregulación de mercados tradicionalmente cerrados como los servicios postales, los transportes ferroviarios, etc. Todas estas transformaciones pueden hacer que las empresas existentes no sólo no pierdan valor, sino que pasen a tener un valor extraordinario, hasta entonces latente, y que sólo se revela en virtud del nuevo marco normativo, que permite la extracción de fuentes de negocio a partir de activos que antes eran desdeñables o permitían escaso aprovechamiento.

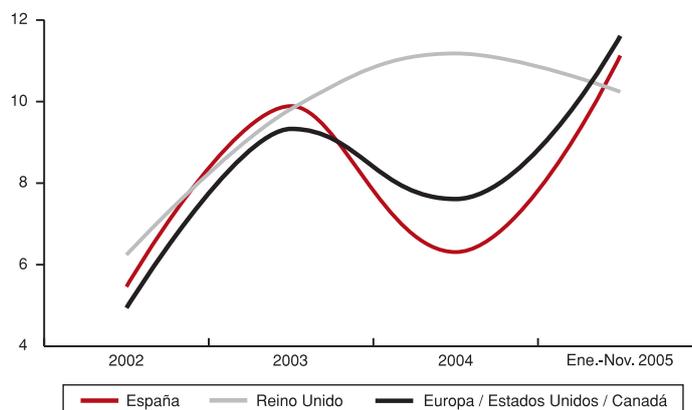
## 9. Coyuntura anormalmente atractiva

Periódicamente, la economía mundial experimenta situaciones de excesiva liquidez en el mercado. Muchas cosas pueden influir en esta liquidez: algunos sectores obtienen beneficios muy elevados que no precisan reinvertir o deciden no reinvertir; determinados países colocan fondos en el mercado procedentes de sus superávits comerciales, o determinados gobiernos colocan fondos en el mercado incluso a costa de incurrir en déficit fiscales. El exceso de liquidez puede ofrecerse en forma de distintos instrumentos financieros: diferentes formas de deuda (deuda normal, préstamos participativos, deuda convertible), recursos propios (*private equity*), capital riesgo. La situación de abundancia de liquidez que se vivió en los últimos años ochenta se ofreció a los mercados principalmente en forma de deuda. En los últimos noventa se ofreció en forma de inversiones en bolsa y capital riesgo. La situación de abundancia de liquidez que se vive a partir de 2003 y que tiene parte de su origen en los elevados precios del petróleo, está propiciando grandes volúmenes de *private equity*. La abundancia de liquidez suele llevar a valorar bien los posibles destinos de la inversión: activos inmobiliarios, acciones y participaciones en empresas. Generalmente, la liquidez busca entrar en inversiones de las que en algún momento pueda volver a salir en condiciones razonables. Estas situaciones propician la concentración empresarial. Los agentes que mueven la liquidez pueden valorar bien la concentración, la obtención de sinergias y la incentiviación de equipos directivos.

En momentos de abundancia de liquidez, el valor de algunas empresas puede llegar a cifras excesivas. El análisis de las valoraciones conseguidas por algunas compañías en los últimos años ochenta y noventa pone esto claramente de manifiesto. Cualquier propietario responsable debe contrastar el valor de su empresa en todo momento. Si un mercado de jugadores sofisticados está dispuesto a ofrecer un precio muy elevado por su empresa, aceptando los escenarios más optimistas para su desarrollo, puede tener mucho sentido vender la empresa.

A principios de 2006 podía afirmarse que si bien, en general, las empresas de capital riesgo no son la mayor fuerza compradora en el mercado de fusiones y adquisiciones, su comportamiento agresivo en las pujas por las empresas en el proceso de venta hace que las valoraciones suban a unos niveles impensables dos o tres años antes. El exceso de liquidez es la mayor fuente del aumento de actividad de *private equity*. Citando el informe de la Asociación de Capital Riesgo de España, «la captación de nuevos fondos en 2005 sube por encima de los 3.500 millones de euros, un 73% más que en 2004». En los años 1999-2000, esta liquidez habría sido absorbida por las recién creadas empresas tecnológicas, pero en 2006 la creación de empresas no estaba bajo la influencia de ningún *boom* especial. Con más dinero buscando inversión, los tipos de interés bajos y las cotizaciones en las bolsas poco prometedoras, las empresas privadas pasaban a ser los objetivos codiciados por los inversores. El resultado es que los inversores valoraban las empresas razonablemente consolidadas mucho más que pocos años antes, como se aprecia en la Figura 3.

**Figura 3. Múltiplos promedios de EV/EBITDA en las fusiones y adquisiciones**

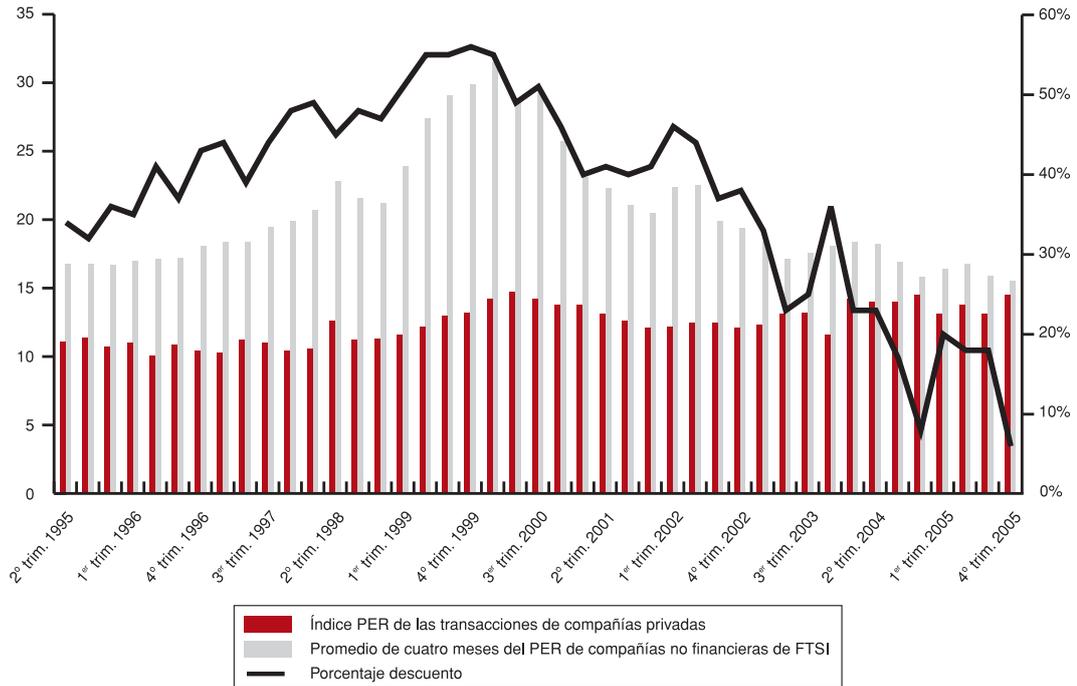


Fuente: Capital IQ.

Algunos expertos opinaban en 2006 que los múltiplos que determinan el valor a partir del EBITDA no se mantendrían a niveles tan altos y esperaban una corrección en los próximos años.

El otro testigo del buen momento para la venta que se vivía en 2005-2006 era el índice que permite calcular el descuento que se aplica a las empresas privadas contra las que cotizan en bolsa. ¿Por qué un descuento? Pues las razones básicas son la falta de liquidez de las participaciones en las empresas privadas y el tamaño, que suele ser menor en las empresas que no cotizan; ambos factores incrementan el riesgo para el inversor. En la última década, nunca el descuento había sido tan pequeño. Los inversores estaban dispuestos a pagar cada vez más por una empresa privada de tamaño relativamente más pequeño. La Figura 4 muestra estos datos.

**Figura 4. Descuento por liquidez y tamaño**



Fuente: BDO Stoy Hayward.

También hay que tener en cuenta que la adquisición de empresas privadas resulta más flexible y sencilla que la compra de empresas que cotizan en bolsa, dado que estas últimas se hallan sujetas a la estricta normativa de mercado de valores. Las adquisiciones de empresas privadas ofrecen así un abanico casi ilimitado de mecanismos legales y financieros sobre precio, condiciones, pagos, pactos de entrada y salida de socios, acuerdos entre accionistas, etc., de gran importancia para comprador y vendedor, todo ello en un contexto de confidencialidad y flexibilidad impensables en, por ejemplo, una oferta pública de acciones.

# 10. Barreras emocionales para la venta de una empresa

Aunque un empresario sea consciente de las dificultades de su empresa para competir de cara al futuro, habiendo analizado todos los factores antes descritos, muchas veces es mayor su miedo a las incógnitas que le plantea un proceso de venta. En el caso de una empresa familiar, una operación de venta puede transformar completamente no sólo el día a día del empresario, sino también la naturaleza de sus relaciones sociales, vínculos familiares y su propia autoestima. En estos casos, el empresario suele escudarse en una serie de preguntas e inseguridades que nada tienen que ver con los méritos de la operación. Aquí recogemos un muestrario de las más comunes dudas que se le plantean al empresario, aunque puede haber tantas como personas que se enfrenten a la disyuntiva de continuar su actividad como hasta el momento o emprender el camino de la venta.

## 1. ¿Y yo qué haré cuando venda mi empresa?

Si se rechazan opciones válidas de venta por este tipo de argumentos, se debe ser consciente de que se está *pagando* por trabajar y no consiguiendo dinero a cambio. Además, con la venta de la empresa vendrá otro problema diferente pero también real: cómo administrar el patrimonio para que éste no decrezca o perjudique a la familia por ser tangible. Es el cambio que los americanos denominan del *family owned business* al *family in business*. Por otra parte, la sociedad necesita de personas con experiencia, ideas y carácter emprendedor.

## 2. ¿Qué dirá la gente de mí si la vendo? (círculos sociales)

La dirección de una empresa puede ser a menudo valorada más allá de su atractivo económico por el acceso que puede dar a determinados lugares sociales de prestigio, tales como por ejemplo la pertenencia a (o dirección de) asociaciones de la industria. Vender la empresa supone no sólo la pérdida de la actividad cotidiana, sino también el cierre de este acceso. El hecho de perder la categoría de empresario puede ser un golpe al orgullo y puede resultar en un menor rango social en su entorno. Sin embargo, hay que tener en cuenta que es mejor no ser empresario que ser el propietario de una empresa que no tiene un futuro por delante. Las sociedades económicamente más desarrolladas tienden a valorar más a los empresarios que han tenido la inteligencia de desinvertir a tiempo y dedicar sus recursos, tanto financieros como personales, a continuar trabajando en otros campos de actividad, especialmente si éstos incluyen la dedicación de tiempo a proyectos de interés social.

## 3. Sería una deslealtad a mis trabajadores

En ocasiones, el propietario de la empresa se siente no sólo empresario, sino patriarca y protector de una "gran familia" de empleados. Puede ser difícil psicológicamente el renunciar a este papel. En cualquier caso, hay que tener claro que el vínculo afectivo a menudo es unilateral (no siempre los empleados se sienten "hijos" del empresario), y que por tanto el supuesto "daño emocional" que la venta les pueda suponer es menor del esperado.

Por otra parte, si la empresa no es viable y su posición de mercado se está deteriorando irreversiblemente, el empresario hace un flaco favor a su plantilla al privarla de mejores opciones de cara a asegurar la continuidad del empleo como las que puede proporcionar una venta cuidadosamente estudiada a otra empresa. Las sinergias que puedan existir pueden ayudar a asegurar los puestos de trabajo de la mayoría, aunque a menudo signifiquen pérdidas de empleo a corto plazo de un cierto número de trabajadores. En cualquier caso, si la empresa quiebra, no sólo unos pocos, sino todos los trabajadores pierden su empleo.

En otros casos, puede ser que la empresa tenga viabilidad o sea atractiva si se realizan en ella las inversiones o cambios necesarios para transformar su actividad y convertirla en más dinámica. En este caso puede ser también que el empresario, con su política de *business as usual*, pueda estar reduciendo las oportunidades profesionales de sus empleados y directivos, al frenar su desarrollo.

Las empresas de capital riesgo consideran que sus inversiones más rentables son aquellas que se dedican a financiar la compra de la empresa por parte de su equipo directivo. Parece ser que éstos pueden desarrollar todos los

planes que el empresario iba posponiendo: reducciones de plantilla que podían incluir a personas de confianza o que habían empezado el negocio y con las cuales había lazos de lealtad; apertura de nuevos mercados geográficos que conllevaban la necesidad de estar fuera de casa mucho tiempo; una economía de guerra en cuanto a gastos, etc.

#### **4. Esto no se puede vender**

A menudo esta apreciación se debe a falta de imaginación. En determinados casos puede ser cierto que efectivamente nadie estuviera dispuesto a comprar la empresa para seguir operando exactamente de la forma en que opera la dirección o los propietarios actualmente, es decir, vendiendo los mismos productos o servicios en los mismos mercados y de la misma forma.

Si realmente ésta es la causa, el empresario debe asumir que lo ha hecho muy mal, pues nadie valora nada en su empresa o los aspectos negativos son superiores a los positivos. De todas formas, ya dijo Antonio Machado que «sólo el necio confunde valor y precio», y siempre se suelen encontrar ofertas de compra. La dirección puede estar pasando por alto que el valor de sus activos, su capital intelectual, sus patentes o su cartera de clientes puede ser mayor para otro propietario. Un empresario racional debería estar siempre abierto a estudiar estas opciones.

#### **5. Si pongo la empresa a la venta estoy perjudicando su valor**

Muchos empresarios temen que el que se sepa siquiera que una empresa está a la venta pueda ser utilizado en su provecho por los competidores. El empresario puede pensar que los competidores intentarán robarle clientes, argumentando que una venta puede resultar en más bajos niveles de servicio o precios más altos, y presentándose como una alternativa más segura. Por otro lado, el empresario también puede temer que su propio personal decida abandonar la empresa, ante la perspectiva de una adquisición y la incertidumbre acerca del impacto que pueda tener en su empleo o posibilidades de promoción. Aunque ambos efectos pueden darse, es posible luchar contra ellos. Una adecuada política de comunicación con los directivos de la compañía puede ayudar a disipar sus temores, y un compromiso continuado con la calidad y el buen servicio puede desmentir con hechos cualquier campaña lanzada por la competencia.

En muchos casos, lo que puede perjudicar más el valor de la empresa es negarse siquiera a estudiar su venta. Por otra parte, poner en conocimiento del mercado la posibilidad de vender puede servir para que los posibles compradores hagan estudios o se planteen cómo la empresa en venta puede encajar con su negocio y, por tanto, puede resultar en un incremento de su valor (no disminución).

#### **6. Si pongo mi empresa en venta, estoy abriendo la puerta de mis secretos comerciales a mis competidores, y a negociaciones interminables que sólo persigan descubrir mi posición en el mercado**

Desde la perspectiva del vendedor de una empresa, es un requisito ineludible que todos aquellos potenciales compradores que tengan acceso a información confidencial de la empresa estén sujetos a un deber de confidencialidad con relación a dicha información. Este deber de confidencialidad se formaliza con la firma por parte de los potenciales compradores (y de sus asesores) de un compromiso de confidencialidad frente al vendedor que, esencialmente, prohíba la revelación de dicha información a terceros (incluyendo a sus propios empleados, con la excepción de aquellos que participen en el proceso de compra) y limite su uso exclusivamente para el análisis de la posible compra.

El compromiso debe regir tanto durante la negociación como con posterioridad, especialmente si no llega a formalizarse la venta con dicho comprador. Asimismo, es conveniente que no lo firmen únicamente los apoderados del potencial comprador, sino también aquellas personas que vayan a tener acceso a la información, particularmente aquellos terceros que puedan asesorarle en el proceso de compra.

Por otro lado, se pueden evitar las negociaciones largas y sospechosamente complejas mediante el diseño, a través de profesionales, de procesos de negociación estructurados en fases sucesivas de concreción a través de cartas de intención u otros hitos intermedios que sirven para cristalizar los logros alcanzados o, al contrario, constatar la inutilidad de la continuación de la negociación antes de que sea demasiado tarde. En general, dejar en manos de asesores profesionales el proceso de venta de la empresa garantiza que el nivel de información suministrado a los potenciales compradores, y el flujo de información adicional a medida que las negociaciones avanzan, sea el ade-

cuando desde el punto de vista del equilibrio entre lo que los compradores en cada momento deben conocer y lo que la empresa en cada momento puede desvelar.

## 7. Todavía no es el momento

Puede ser que los propietarios o gerentes de una empresa crean que el proyecto puede seguir adelante, y que ellos mismos pueden liderar el cambio. En tal caso, habrá que desearles la mejor suerte. Por otro lado, también es posible que, efectivamente, sea necesario hacer cambios o reformas en la empresa antes de que sea atractiva para su venta. En tal caso, este argumento es válido siempre que se tomen diligentemente las acciones necesarias. Muy a menudo lo que ocurre es que se cae en la inacción, y que lo que se hace es posponer las decisiones difíciles. Hay que plantearse en qué caso se está en cada momento.

## 8. Ahora estoy demasiado ocupado para esto

Las actividades diarias que comporta la gestión de una empresa a menudo dejan poco tiempo para plantearse su futuro. Sin embargo, es muy importante hacer un hueco en las agendas para evaluar la estrategia de la empresa y replantearse su posicionamiento, pues eludir estas cuestiones no hará más que empeorar el problema. ("Quien no planifica, planifica para el desastre".)

Además, el proceso puede potenciarse mediante el uso de asesores especializados que proporcionan una curva de experiencia y unas economías de escala bastante importantes. Según la fuente de información Thomson Financial, en países como Estados Unidos, Reino Unido, Francia o Italia se consulta a estos asesores en más del 60% de los casos, mientras que en España sólo se hace en el 25% de ocasiones, aunque su utilización está aumentando cada vez de forma más considerable a nivel mundial.

**CASO 10: Caso general.** Los gestores de una empresa querrían comprarla, pero no se atreven a plantearlo. A menudo, los gestores de una empresa, dirigiéndola día a día y estando muy en contacto con los mercados en los que opera, son muy conscientes de las posibles oportunidades existentes en ellos. En algunas ocasiones estos gestores estarían dispuestos a hacerse cargo de la empresa, buscando financiación independiente, para aprovechar dichas oportunidades que ven cómo el propietario deja pasar (por ser demasiado arriesgadas, requerir inversión adicional o implicar un cambio del rumbo tradicional del negocio, por ejemplo). Sin embargo, los directivos pueden tener miedo de plantear siquiera esta opción por uno o más de los siguientes motivos:

- Pensar que el empresario se va a ofender, porque tal propuesta significaría sugerir que su liderazgo no es lo bastante bueno.
- Tener miedo de represalias posteriores.
- Pensar que no se podrían negociar libremente los términos de la venta debido a la asimetría de posiciones en la situación de partida.

**Lección 1:** El orgullo es mal consejero. La decisión de vender o no una empresa debe estar basada en una valoración objetiva y un estudio desapasionado de sus opciones de futuro.

**Lección 2:** Para que una venta sea exitosa, no hay que dejar fuera de la mesa, "por principios", a ningún potencial comprador, incluidos los directivos de la empresa. Hacerlo solamente puede disminuir el poder negociador del propietario y hacerle perder opciones de venta potencialmente atractivas.

**Lección 3:** La mejor venta siempre es la que se hace a quien más valora la empresa, porque permite al actual propietario compartir los beneficios esperados de la mejora en la gestión, del cambio de enfoque o de las potenciales sinergias con la empresa adquirente. Los directivos, al estar en contacto directo con las actividades de la empresa, pueden ser esas personas.

### **9. Tengo que dejar la empresa a mis hijos en cualquier caso**

Aunque la sucesión familiar es un objetivo muy comprensible y muy razonable, en determinadas ocasiones no es la mejor opción. Hay que pensar que el objetivo al dejar la empresa a los hijos es el de darles la posibilidad de asegurar su futuro. El objetivo no debe de ser que los hijos gestionen la compañía *per sé*. En este sentido, si la sucesión no está claramente planificada, la mejor opción para proteger el futuro de los hijos puede ser vender la empresa y dejar que cada uno de ellos encauce su actividad (y su capital) hacia el terreno que le resulte de más interés.

### **10. Si yo me voy, esto se hunde**

Aunque la experiencia acumulada por un empresario es sin duda un activo valiosísimo para una empresa, no debe caerse en el error de juzgarla insustituible. Precisamente, en ocasiones puede darse el caso de que haber pasado años o décadas al frente de una compañía impida ver nuevos enfoques u oportunidades de negocio que para otra persona puedan ser evidentes. De nuevo, el orgullo es mal consejero para llevar un negocio.

### **11. La economía no está en un buen momento**

Muchos empresarios se niegan a estudiar la venta de su empresa pensando que la coyuntura económica o la situación de su sector específico no es la más favorable, y que por tanto el precio percibido por su venta va a ser inferior al que es justo y razonable.

Puede ser que efectivamente las coyunturas económica o sectorial no sean favorables en un momento dado. Sin embargo, si el resto de aspectos del negocio ya mencionados (propiedad y gestión, propuesta de valor, entorno competitivo, sustitutos y regulación) no son favorables, es difícil pensar que una mejor coyuntura económica (cuya llegada es siempre incierta) va a ser suficiente para compensar estas debilidades. En este tipo de situaciones, el empresario hará bien en estudiar la venta de la empresa a pesar de la coyuntura negativa.

### **12. ¿Dónde invertiré el patrimonio después de la venta de la empresa?**

El empresario puede tener mucha experiencia en su propio negocio, pero esto no necesariamente se traduce en la experiencia en la gestión de activos financieros. En la mayoría de los casos, uno venderá la empresa teniendo ya los objetos de la futura inversión en mente (por ejemplo, un nuevo negocio). Para los demás, el consejo sería buscar un asesor financiero que, en base al perfil del inversor, ayudaría a definir el abanico de los posibles activos con la rentabilidad, niveles de riesgo y plazos preferidos.

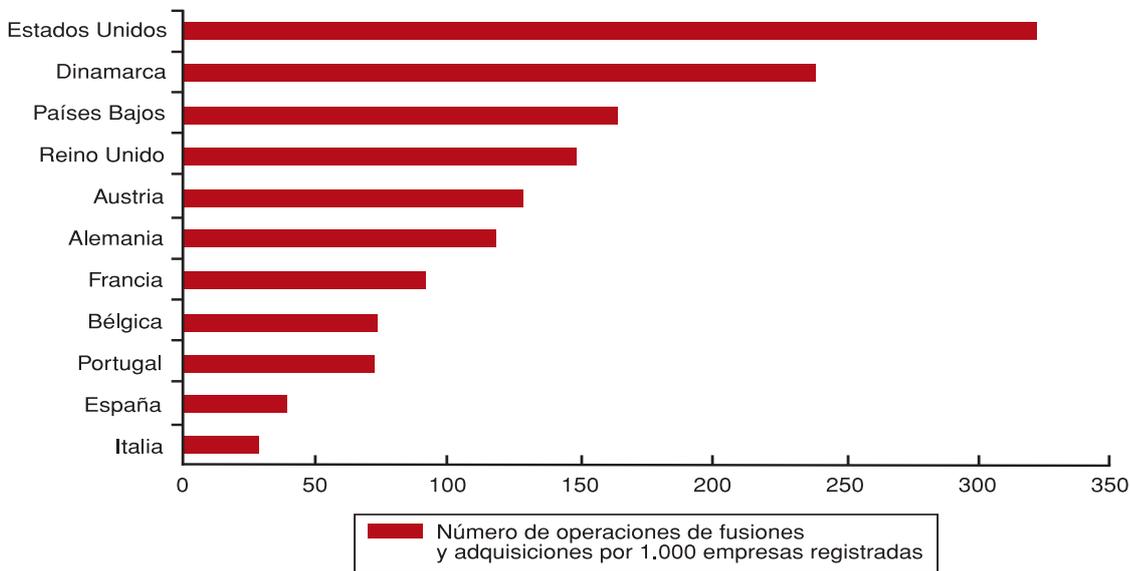
A veces, creer que el riesgo de continuar es menor, pues se conoce mejor que otros el sector donde se opera, es absolutamente equivocado y lleva a posturas inmovilistas que más adelante llevarán a quejarse de lo poco que da el negocio y a criticar a los empresarios que especulan, que están en la economía financiera y no real, cuando en realidad se debería reconocer que otros fueron más inteligentes o, al menos, no se autoengañaron.

# 11. Barreras de conocimiento para la venta de una empresa

## 11.1. Falta de experiencia en compraventa de las empresas españolas

En los procesos de fusiones y adquisiciones, España sigue siendo muy joven en comparación con otras grandes economías desarrolladas. A pesar de sonadas transacciones de los últimos años, a nivel de la empresa mediana e incluso grande, el conocimiento de los procesos de compra o venta de las compañías es limitado. Una indicación de la inmadurez de España en fusiones y adquisiciones, si comparamos con otros países, es la denominada tasa de frecuencia –el número de transacciones de compraventa de empresas en relación con el número de empresas registradas en el país:

**Figura 5. Tasa de frecuencia de actividad de fusiones y adquisiciones en los países desarrollados (año 2004)**



Fuente: Thomson Financial, Closa M&A.

La diferencia resulta asombrosa, aunque debería hacerse un descuento por la juventud de la empresa española y el promedio de tamaño, que es sustancialmente menor en España que, por ejemplo, en Estados Unidos o Reino Unido.

Además, tal como se ha mencionado anteriormente, otra observación a tener en cuenta es que en las economías más "sofisticadas", en cuestiones de fusiones y adquisiciones usan mucho más los servicios de asesores especializados, tanto financieros como jurídicos.

## 11.2. Voy a vender mi empresa... ¿Cómo lo hago?

Poner una empresa a la venta requiere una inversión importante del tiempo de los propietarios. No basta con anunciar que la empresa está en venta, hasta en algunos casos es mejor no anunciarlo... Si uno quiere optimizar la valoración de su empresa, tendrá que prepararla para el proceso de venta.

La complejidad del proceso dependerá del estado actual de su empresa y de la capacidad de "autocrítica" del propietario.

¿Cuáles son las pautas que tiene que seguir el propietario?

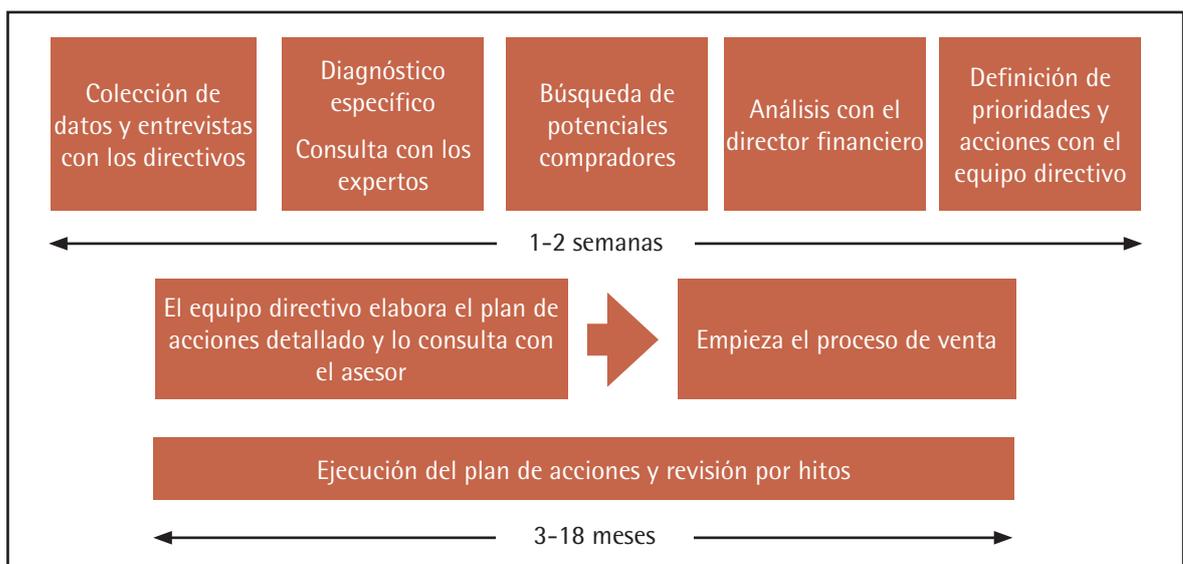
Básicamente, las mismas que seguirá un comprador para valorar la posible inversión en la empresa:

- Revisión del negocio: posicionamiento estratégico, equipo directivo, desarrollo potencial, clientes, contabilidad analítica, presupuestos y plan de negocio.
- Visibilidad: página web, imagen corporativa, estado de instalaciones, relación con los medios de comunicación.
- Revisión financiera: cuentas anuales, auditoría, empresas del grupo, revisión de activos, pasivos, gastos de la empresa.
- Revisión laboral: organigrama, personal fijo y temporal, convenios, legislación del sector, compromisos adquiridos.
- Revisión fiscal: inspecciones abiertas e históricas, impuestos, contingencias.
- Revisión legal: normativas sectoriales, capital social, escrituras, poderes, patentes, licencias, avales, seguros, pleitos.
- Estudio medioambiental: auditoría, cumplimiento de normativas, tratamiento residuos, etc.

En el mercado de Reino Unido, que va por delante de España en cuestiones de operaciones corporativas, existen especialistas en *Pre-Sale Review*, la revisión preventiva de la empresa. El proceso suele empezar con una antelación del proceso de venta mínima de un año, y tiene por objetivo definir los criterios que se usarán para la valoración de la empresa y mejorarlos antes de ponerla en venta, incluso adaptándose a los criterios que se prevé tendrá un potencial comprador.

Uno de los criterios más utilizados es el nivel de beneficios: EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones), aunque en la jerga del sector algunos dicen que significa: *Earnings before I tricked the dumb auditor*, que vendría a significar: "los beneficios antes de que yo engañé al tonto del auditor", o EBIT (beneficios antes de intereses e impuestos). Con los múltiplos de valoración, que habitualmente varían entre 6 y 12, una mejora en 100.000 euros de EBITDA puede resultar en el aumento de precio de entre 600.000 y 1.200.000 euros. No sorprende que los propietarios de las empresas estén dispuestos a contratar un especialista para que analice la estructura de sus beneficios, ventas o activos (según las valoraciones del sector) para poder aumentar la valoración de su empresa. El análisis de los múltiplos de las transacciones en el sector permite al propietario hacer una estimación sobre el valor de su empresa.

**Figura 6. Posibles fases y calendario para la venta de una empresa**



El resultado de una revisión "preventiva" es un plan estratégico que identifica los criterios clave de valoración de la empresa, los puntos de mejora de cada uno de los criterios, la definición de potenciales riesgos y los pasos para su reducción; además, incluye los hitos de revisión a lo largo del año o del período anterior a la venta.

Los inversores valoran una empresa por las expectativas de su situación financiera en el futuro y no tanto por sus resultados pasados. Esto hace posible que las medidas de preparación de una empresa para la venta resulten en un aumento significativo de su valor.

De todas formas, no nos engañemos –el proceso de *Due Diligence* por parte del comprador descubrirá los "arreglos rápidos" (*quick fixes*) que sólo maquillan la situación de la empresa y no aportan soluciones. No existe ventaja alguna en poner a la venta una empresa "maquillada" que no tiene la base operativa para continuar como negocio en el futuro. Estamos hablando de algo así como llevar el coche a la ITV y hacerle los arreglos necesarios. Éticamente. No de hacer trampas.

### 11.3. Si vendo, ¿tendré desventajas fiscales?

Antes de descartar la venta de la empresa por los posibles efectos fiscales, es aconsejable contar con un asesor fiscal experto en este tipo de transacciones. Existen varias formas de estructurar una transacción para que el efecto fiscal negativo sea mínimo. Además, en muchos casos la venta de la empresa supone la inversión posterior en algún otro activo o negocio.

### 11.4. ¿Cuáles son los riesgos de un proceso de venta?

Los factores más importantes a controlar durante un proceso de venta son:

- La confidencialidad
- El flujo de información
- El calendario de hitos

Es importante asegurar que los potenciales compradores de la empresa empiecen a conocer detalles del vendedor sólo después de firmar el acuerdo de confidencialidad. También en algunos sectores más que en otros, es vital que la información no acabe en manos de los competidores. Por otro lado, no es aconsejable esconder la información importante a los potenciales compradores, ya que antes o después la descubrirán y será más complicado reconciliar las posiciones en un proceso de negociación avanzado. El proceso de venta suele tardar alrededor de nueve meses y requiere una gran dedicación de tiempo tanto de los directivos como de los propietarios de la empresa. El vendedor tiene que saber marcar el ritmo del proceso para que no se alargue eternamente y no resulte en el deterioro de la situación económica de la empresa.

Para saber mejor lo que vale una empresa, en algunos casos se puede recurrir a subastas públicas, invitando a potenciales inversores a participar en el proceso con sus ofertas. Antes, este tipo de proceso de venta estaba reservado principalmente para grandes empresas, pero, cada vez más, las empresas medianas lo usan. En un ejemplo de noviembre de 2005, un holding portugués de alimentación decidió desinvertir en sus divisiones de zumos y cafés. El precio inicial de venta previsto estaba en torno a los 240 millones de euros; el proceso fue bastante público, con las ofertas comentadas hasta en la prensa española; el ganador final pagó más de 420 millones de euros.

Un proceso de subasta ayuda al propietario, primero, a saber mejor en cuánto el mercado valora su empresa y, segundo, a conseguir que los potenciales compradores compitan por quedarse con el control.



## 12. Conclusión

---

Tras un recorrido a través de la empresa, por dentro del empresario, alrededor de ambos en el entorno económico en que se mueven, hemos ido creando una larga serie de perspectivas objetivas para preguntarse si vender la empresa es una opción en ese momento. Filtrar la compañía a través del tamiz que representan estas páginas puede llevar a la conclusión de que todo está bien, o de que algo no está bien y hay que actuar, pero se está dispuesto, o de que la acción requerida no resulta evidente o no se está en condiciones de emprenderla.

Lo importante es ser objetivo en el análisis y no engañarse. Éste no es un estudio sobre "*turnaround*", es un análisis orientado sobre todo a cuándo conviene vender. Como anuncia la introducción, no prescribe la venta, pero pretende ayudar a evitar la pérdida que representa engañarse y entrar en un declive difícilmente reversible.

Como un pesado martilleo en el objetivo de reflexionar sobre la idea de vender, el trabajo se acompaña con una lista de 76 preguntas que se derivan de las encrucijadas analizadas aquí. Queda para el lector cómo utilizar esta guía de reflexión en la búsqueda de una respuesta objetiva.



# Anexo I: ¿Debo vender mi empresa?

## Guía de reflexión

---

### A) Propiedad y gestión

1. ¿Tengo más de 60 años?
2. ¿Tengo un plan claro de sucesión?
3. ¿Tienen mis herederos la formación, vocación y capacidad necesarias para seguir adelante con el negocio?
4. ¿Hay conflictos de difícil solución entre los miembros de la siguiente generación o entre herederos y gestores profesionales?
5. ¿Depende mi patrimonio sustancialmente de esta empresa? ¿Dispongo de fuentes alternativas de ingresos?
6. ¿Hay en mi empresa una clara separación entre patrimonio familiar y patrimonio empresarial?
7. ¿Tiene mi empresa que invertir fuertemente a corto plazo para ser viable?
8. ¿Tengo los recursos y tolerancia al riesgo necesarios para comprometerme con las inversiones necesarias?
9. ¿Considero que mi presencia en la empresa es imprescindible para su continuidad? ¿Poseo unos conocimientos tan específicos que nadie podría sustituirme?

### B) Recursos

10. ¿Está sufriendo mi empresa un deterioro de su balance? ¿Están bajando los recursos propios?
11. ¿Puedo explicar el motivo de esta bajada de recursos propios? ¿Responde a un incremento de inversiones para financiar proyectos de futuro? Contrariamente, ¿se debe a la generación de pérdidas de las actividades ordinarias sin perspectivas de mejora?
12. ¿Conozco la vida útil de todos los activos físicos de mi empresa?
13. ¿He identificado cuáles son más críticos para su actividad?
14. ¿Tengo un plan para renovar estos activos de forma escalonada y sin que dicha renovación afecte al ritmo de mi producción?
15. ¿Depende el valor de mi empresa de forma crucial de su propiedad intelectual (marcas, patentes, modelos de utilidad)?
16. ¿Es previsible que el valor de esta propiedad decretezca a corto-medio plazo?
17. ¿Tengo un plan para renovar esta propiedad intelectual?
18. ¿Cuál es la edad media de los directivos de mi empresa? ¿Supera los 50 años?
19. ¿Han abandonado la empresa recientemente uno o más jóvenes ejecutivos frustrados por la falta de opciones de promoción?
20. ¿Tengo una política clara de recursos humanos para atraer, motivar y retener al personal más valioso y con mayor proyección?

## C) Propuesta de valor

21. ¿Obtiene mi empresa una rentabilidad razonable de forma sostenible?
22. ¿Consigue mi empresa generar el suficiente *cash flow* para sostener el crecimiento necesario (inversiones, circulante, I+D)?
23. Si no es el caso. ¿Podríamos tener acceso a fondos aportados por socios particulares o institucionales? ¿Está-  
mos dispuestos a ello?
24. ¿Tiene mi empresa una cartera de productos o servicios diferenciada?
25. ¿Tiene mi empresa una marca sólida o una alta reputación de calidad, por encima de la de mis competidores?
26. ¿Está mi cartera de productos equilibrada (productos maduros como "*cash cows*", pero también productos o servicios de crecimiento en desarrollo)?
27. ¿Tiene mi empresa una ventaja en costes sobre mis competidores?
28. En caso afirmativo: ¿Es esta ventaja sostenible a largo plazo?
29. ¿Tengo un completo plan de negocio que demuestre la viabilidad de mi compañía?

## D) Entorno competitivo

### Canales de distribución

30. ¿Depende la continuidad de mi empresa del acceso a canales de distribución exclusivos?
31. ¿Está el acceso a estos canales suficientemente protegido por medio de contratos o acuerdos?
32. ¿Se está produciendo una concentración de los canales de distribución de mis productos? ¿Está disminuyendo por ello mi poder de mercado respecto a mi canal de distribución?

### Clientes

33. ¿Se está incrementando la dependencia de mi empresa de unos pocos clientes?
34. ¿Tienen mis clientes cada vez una mayor oferta de proveedores o soluciones para cubrir las necesidades que actualmente satisfacen mis productos o servicios? (Es decir, ¿está disminuyendo mi poder de mercado respecto a mis clientes?)
35. ¿Está cambiando la definición del negocio de mis clientes? Por ejemplo:
  - a) Cambio del peso de los servicios respecto a los productos.
  - b) Reposicionamiento estratégico: cambio de estrategia de volumen a estrategia de valor añadido.
  - c) Cambio de mercado objetivo: mayor vocación exportadora; servicio a clientes más sofisticados; servicio a clientes de mayor poder adquisitivo.
  - d) Intensificación del uso de tecnología.
36. ¿Está mi empresa preparada para entender los cambios en el negocio de mis clientes y acompañarles en el viaje?

- 37. ¿Está bajando el coste para mis clientes de cambiar de proveedor?
- 38. ¿Hay alguna tendencia por parte de mis clientes a coordinar sus compras para obtener mejores términos de los proveedores?
- 39. ¿Ha habido movimientos de integración vertical entre alguno de mis clientes y alguna empresa competidora de mi sector?

#### Proveedores

- 40. ¿Se está incrementando la dependencia de mi empresa de unos pocos proveedores?
- 41. ¿Está descendiendo la importancia relativa de mi empresa para mis proveedores, haciendo que disminuya mi poder de mercado y empeoren mis bazas de negociación?
- 42. ¿Se están incrementando los costes de cambio de proveedor para mi empresa?
- 43. ¿Ha habido movimientos de integración vertical entre algún proveedor y alguna empresa competidora de mi sector?

#### Competidores

- 44. ¿Está el sector en el que opero en proceso de concentración? ¿Ha habido muchas fusiones y adquisiciones entre competidores recientemente?
- 45. En caso afirmativo, ¿tiene mi empresa la dimensión suficiente para competir con las otras empresas del sector a largo plazo?
- 46. ¿Han decidido algunos competidores relevantes abandonar el mercado recientemente? En caso afirmativo, ¿puedo explicar esta decisión?
- 47. ¿Están la mayoría de empresas de mi sector desplazando su actividad a países con menores costes laborales y/o regímenes impositivos más atractivos, siguiendo las actuales tendencias hacia la globalización?
- 48. En caso afirmativo, ¿está mi empresa capacitada para seguir este proceso? ¿Está mi empresa capacitada para gestionar una red de proveedores dispersa internacionalmente?
- 49. ¿Tiene mi empresa capacidad para seguir el proceso de internacionalización de forma autónoma?

#### Tecnología

- 50. ¿Hasta qué punto es crítico el acceso a nueva tecnología en cada uno de los ámbitos de mi negocio?
  - a) Gestión interna: ¿Es imprescindible renovar la tecnología de mi empresa para asegurar una gestión eficiente?
  - b) Diseño y desarrollo de producto: ¿Ayuda a bajar costes o aumentar valor añadido? ¿Es una parte integral de la propuesta de valor de la empresa?
  - c) Relación con proveedores: ¿Ayuda la tecnología a reducir costes de suministro?
  - d) Relación con clientes: ¿Ayuda la tecnología a servir de forma más eficiente y personalizada?
- 51. ¿Está mi sector de actividad sufriendo una transformación tecnológica importante en alguna de estas dimensiones?
- 52. ¿Lidera mi empresa esta tendencia o, por el contrario, adopta una actitud de "seguidor"?

- 53. ¿Es posible obtener la tecnología necesaria para mi empresa usando proveedores externos o es necesario que el desarrollo sea propio?
- 54. ¿Tiene mi empresa los recursos para realizar la inversión en I+D necesaria para desarrollar su propia tecnología?

## E) Sustitutos/Interacción con otras industrias

- 55. ¿Está cambiando la definición de mi sector de actividad, para incluir a empresas de áreas hasta ahora no relacionadas? (¿Está aumentando la porosidad del sector, están apareciendo nuevos sustitutos?)
- 56. En caso afirmativo, ¿tienen las empresas de sectores contiguos un mayor tamaño o músculo financiero que las de mi sector?

## F) Regulación

- 57. ¿Depende el valor de mi empresa sustancialmente de la regulación del entorno en el que opera?
- 58. ¿Hasta qué punto es sólido y estable dicho entorno legal?
  - a) ¿Es la regulación de mi actividad sustancialmente diferente de la vigente en el resto del país o en el resto de la Unión Europea?
  - b) ¿Hay algún tipo de debate político acerca de la conveniencia de cambiar la regulación?
  - c) ¿Tiene mi empresa un tamaño suficiente como para ser consultada o para influir en cualquier reforma que se plantee?
- 59. ¿Están los mercados en los que opero protegidos por barreras de entrada (aranceles, requisitos de homologación, estándares técnicos, requisitos de propiedad nacional)?
- 60. ¿Hay una tendencia a la eliminación de estas barreras?
- 61. ¿Quién está al otro lado de estas barreras? ¿Hay un grupo de empresas cuya entrada está siendo artificialmente impedida (en España o en el extranjero), y que tienen una dimensión o solvencia mucho mayor que la de mi empresa?
- 62. ¿Tengo un plan para el caso de que caigan las barreras de entrada a mis mercados?

## G) Consideraciones finales

- 63. ¿Conozco el valor de mi empresa?
- 64. ¿Es previsible que crezca el valor de mi empresa?
- 65. En caso afirmativo, ¿tengo claro cuáles van a ser los impulsores de este crecimiento?
- 66. ¿Con qué grado de certeza espero que se den las condiciones necesarias para que mi empresa aumente de valor? ¿Quiero y puedo asumir el riesgo de que estas circunstancias no se den?
- 67. ¿Tengo claros los escenarios más optimistas de desarrollo de mi compañía y la valoración asociada a los mismos?

68. ¿Está la economía en un ciclo de alta liquidez? ¿Se detectan en el mercado un gran número de transacciones de empresas y con valoraciones que parecen muy altas?

## H) Barreras emocionales a la venta

69. ¿Tengo miedo a la falta de actividad después de vender mi empresa?
70. ¿Me preocupa el impacto que pueda tener la venta sobre mi imagen pública o mis círculos sociales?
71. ¿Me resisto a la idea de vender por las consecuencias que la venta pueda tener en términos de pérdida de imagen frente a mis trabajadores?
72. ¿Me preocupan las complicaciones de entrar en un proceso de negociación?
73. ¿Creo que mi empresa no se va a poder vender, aun sin haberlo intentado?
74. ¿Me preocupa que se sepa siquiera que estoy estudiando la opción de vender?
75. ¿Me preocupa la reacción que puedan tener terceras personas ante una venta (directivos, sociedad, familia)?
76. ¿Estoy abierto a la posibilidad de vender al mejor postor? Por el contrario, ¿excluyo a algunos posibles compradores (directivos, competidores, empresas extranjeras, inversores con vocación únicamente financiera, empleados)?

Es posible que, tras llevar a cabo un análisis exhaustivo de la empresa, una valoración integral de su posición y una reflexión fría y objetiva del camino a tomar, se concluya que la empresa no debe ser vendida. Sin embargo, un empresario haría bien en tener este cuestionario a mano y en reevaluar frecuentemente la posición de la empresa en las dimensiones presentadas. El empresario debe recordar siempre que la consecución de una valoración óptima para una empresa depende crucialmente de su capacidad para anticipar los cambios que se puedan producir en su entorno, y no en enfrentarse a ellos de forma reactiva.





Universidad de Navarra







Avda. Pearson, 21  
08034 Barcelona  
Tel: 93 253 42 00  
Fax: 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3  
(Ctra. de Castilla, Km 5,180)  
28023 Madrid  
Tel: 91 211 30 00  
Fax: 91 357 29 13

[www.iese.edu](http://www.iese.edu)

Universidad de Navarra