



I

FACTORES QUE MOTIVAN LA DECISIÓN DE VENTA

Ser empresario no es cuestión de hacer dinero.
Es una manera de convertirte en quien tú eres.
PAUL HAWKEN



Movimientos masivos o cíclicos de venta

LAS OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES históricamente han seguido un patrón cíclico. Se producen en oleadas. Determinadas circunstancias provocan que en un período concreto haya un gran número de operaciones corporativas en empresas grandes, medianas y pequeñas.

Olas de operaciones corporativas

Dado que mi objetivo es que este libro sea práctico, repasaré solo los veinticinco últimos años, período en el que tres olas han provocado un gran número de ventas de empresas. Veamos por qué y en qué han consistido:

«*Las megafusiones*» (de 1984 a 1988)

La ola de reestructuración industrial a escala mundial de los años ochenta tuvo sus raíces en el incremento del precio de la energía y en la



explosión de innovación en los mercados de capitales, especialmente en el surgimiento de operaciones de compra utilizando mucha deuda, con la creación del mercado de *bonos basura*.

Durante los años ochenta también se desató un dramático cambio tecnológico, con innovaciones que incrementaron sustancialmente la producción de los activos, como el ordenador personal, y surgieron organizaciones que convirtieron en obsoletas otras fórmulas y procesos como la aparición de las grandes cadenas de distribución (Wal-Mart, Carrefour o los clubes mayoristas), que introdujeron nuevos modelos de venta. A ello se añadió una mayor globalización del comercio provocada por la caída del telón de acero.

Todos estos cambios provocaron un exceso de capacidad en muchas industrias y numerosos jugadores no fueron capaces de adaptarse. Sirva como ejemplo los casos de grandes grupos como General Motors o IBM, que quedaron como fabricantes con baja eficiencia en costes en sus sectores y tuvieron que reaccionar de manera dramática en los años noventa, lo que generó otra oleada de fusiones y adquisiciones de empresas.

Como consecuencia de todo ello, en el período de 1984 a 1988 se produjo en el mundo una gran actividad de compra de empresas. Esta etapa es conocida como la de «las megafusiones» y se caracterizó por el elevado importe de las operaciones realizadas.

Se manifestó en mayor medida en Europa que en Estados Unidos, por la incorporación de nuevos países al mercado único europeo. En España, el ingreso en el Mercado Común propició la entrada a través de adquisiciones de muchas empresas europeas que buscaban tomar una posición competitiva en nuestro país. Numerosas empresas nacionales buscaron también crecer externamente a través de adquisiciones para obtener tamaño y poder competir en igualdad con las del resto de Europa.

«Los compradores estratégicos» (de 1995 a 2001)

En el período de 1995 a 2001 se produjo otra oleada de operaciones, conocida como la de «los compradores estratégicos» y caracterizada por la globalización y la desregularización (liberalización y privatizaciones).

Con la globalización crecieron los mercados y también las estructuras empresariales reflejaban este crecimiento. Con la desregulación, los estados y gobiernos eliminaron las normas del mercado permitiendo operaciones antes imposibles: monopolios nacionales antes prote-

gidos se abrieron a la competencia internacional y surgió la posibilidad de establecerse rápidamente en esos mercados a través de la compra de empresas locales.

Las empresas que se lanzaron a comprar perseguían sobre todo la reducción de costes y la consecución de sinergias.

En este período, la innovación en mecanismos financieros alcanzó su esplendor: crecieron los inversores institucionales en empresas, se popularizó el capital riesgo, se dinamizaron los mercados de deuda con nuevas fórmulas adaptadas para cualquier tipo de cliente, evolucionaron las técnicas de valoración y se profesionalizaron los servicios de asesoramiento.

La etapa de «La innovación financiera y la liquidez abundante» (de 2003 a 2007)
Tras la explosión de la burbuja tecnológica en el año 2000, con objeto de evitar una recesión, hubo una actuación contundente y concertada de los tres grandes bancos centrales que bajaron el precio del dinero. Al reducirse tanto los tipos de interés en el mundo se creó una situación de tipos de interés reales negativos, lo que fomentó la demanda de crédito.

Al mismo tiempo las entidades financieras innovaron con nuevos productos que permitían crear más dinero a través de instrumentos derivados.

Todo ello provocó un exceso de liquidez a escala mundial y un gran acceso a endeudamiento barato a todo tipo de demandantes de préstamos y créditos. El resultado fue el alza de los precios de todos los activos, las acciones y los inmuebles, creando una sensación generalizada de riqueza. Creció el consumo, las empresas vendieron más y ganaron cada vez más.

Las compañías, al verse con dinero y con acceso barato al crédito, se endeudaron para comprar otras empresas y se alcanzaron récords históricos en adquisiciones.

El acceso al crédito jugó un papel muy importante como catalizador de las operaciones corporativas. La posibilidad de obtener deuda barata, porque estaban bajos los tipos de interés, provocó que se produjera un mayor número de operaciones.

Asimismo, cuando las empresas valían más en Bolsa podían comprar compañías a precios también más elevados pagando en acciones. Se utilizaron entonces acciones sobrevaloradas para canjearlas por títulos o activos más baratos. Esto se produjo principalmente cuando las empresas cotizaban en Bolsa a múltiplos altos.

Tras el período súper expansivo 2003-2007, en el que se generó la mayor burbuja financiera de la historia, vino un *desapalancamiento* global de la economía. A partir del año 2009 se entra en un período de consolidación, de cierre de empresas, de fusiones entre iguales y de adquisiciones de unas compañías por otras para, unidas, ser competitivas.

Junto a los movimientos colectivos y globales por razones económicas o regulatorias, se intensifica en ocasiones el número de operaciones en sectores determinados. Esto sucede cuando en un sector se produce algún cambio que desencadena turbulencias en su núcleo competitivo. Lo explico a continuación.

Turbulencias en los sectores

Las fusiones y adquisiciones son una de las principales estrategias de respuesta empresarial ante un cambio brusco en las condiciones del entorno competitivo.¹

Las oportunidades de crear mayores beneficios suelen proceder de la aparición de nuevos productos o procesos, nuevas fórmulas logísticas, nuevos mercados (domésticos y foráneos), nuevas formas de organización. Cuando estas novedades son de gran calado causan turbulencias económicas en un sector y provocan oleadas de operaciones corporativas.

Aunque las empresas pueden responder ante tales cambios con una gran variedad de estrategias, las fusiones y adquisiciones representan, en la mayoría de los casos, la vía menos costosa para alterar, de forma global, la estructura de un sector y facilitan la adopción de los ajustes necesarios para reducir los excesos de capacidad e incrementar el valor.

Las fusiones y adquisiciones (*mergers & acquisitions* o M&A en inglés) son, por tanto, un proceso de destrucción creativa. Los aspectos destructivos de estos procesos se conocen muy bien: cierre de plantas, despidos, demandas legales, etcétera. Sin embargo, a través de estos procesos se renuevan las economías y se hacen más ágiles y resistentes a los choques macroeconómicos.

Veamos algunas formas de turbulencia en los sectores:

Desregulación: los procesos de liberalización en sectores como banca, aerolíneas, telecomunicaciones o transporte han generado olas de consolidación.

Liberalización de mercados: la creación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA) o la Unión Europea conllevaron actividad de fusiones y adquisiciones en industrias sensibles al comercio.

Cambios geopolíticos: la caída del telón de acero o la entrada de China en 2001 en la Organización Mundial del Comercio cambiaron las estructuras competitivas a escala mundial.

Cambios demográficos: la entrada masiva de inmigrantes en nuestro país y las consecuencias, en el período 2003-2007, del efecto *baby boom* de finales de los años sesenta y el año 1970 como el de mayor natalidad de la historia de España. Esa generación tuvo su pico en el ciclo de consumo entre los años 2003 y 2007: bodas, niños, carritos, casas, etcétera, afectando a todos los sectores de nuestra economía.

Cambios tecnológicos: su irrupción obliga a los jugadores a adaptarse por medio de adquisiciones para capturar esas nuevas tecnologías o responder a ellas.

Innovación en los mercados financieros: la aparición de nuevos instrumentos financieros genera mayores oportunidades de acceso al capital, por ejemplo, el alza de la *deuda basura* provocó un aumento en los años ochenta de operaciones de adquisición con un elevado porcentaje de deuda.

Globalización: se expande la arena competitiva con nuevos adversarios, proveedores y clientes. Las turbulencias externas comienzan a resonar en casa.

Cambios en la demanda de los consumidores y en la oferta: sectores como el juguetero, el automóvil o el de entretenimiento se encuentran con consumidores que demandan productos diferentes. Eso hace que muchos fabricantes marginales, incapaces de competir y ser rentables con las nuevas exigencias, tengan que fusionarse o salir de la industria.

Cambios en los mercados de capitales: la rebaja del coste del dinero hace más barata la deuda, lo que facilita las adquisiciones.

Las fusiones y adquisiciones son una de las principales estrategias de respuesta empresarial ante un cambio brusco en las condiciones del entorno competitivo

Como empresario debes estar atento a las alteraciones del entorno, a sus causas y a los efectos sobre el entramado empresarial. La historia señala que las operaciones de compra o venta son provocadas por la identificación de una amenaza o una oportunidad en la arena competitiva.

La posición competitiva del comprador o del vendedor son factores determinantes para originar una adquisición. El comprador, con la operación, busca, entre otros, crear valor, estabilidad financiera, mejorar su posicionamiento, fortalecer la organización, revalorizar la marca o mejorar sus procesos productivos.

A la hora de pensar en una posible operación entre dos empresas, conviene estudiar en profundidad la posición competitiva del comprador y del vendedor y, a la vez, analizar de una manera muy objetiva las economías de escala y los verdaderos ahorros que se generarían.

Entrando ya en cada empresa concreta, será posible acceder a un tipo u otro de compradores o inversores en función de la etapa de desarrollo en que esta se encuentre. Por ello, voy a abordar las diferentes etapas y describir quiénes son los diferentes inversores que actúan hoy en cada una. Si ya tienes una empresa madura, puedes saltar tranquilamente hasta el apartado «La decisión de vender una empresa» (pág. 43).

Inversores para cada etapa de una empresa

A la hora de hablar de búsqueda de inversores, deberás acercarte a diferentes actores según la etapa evolutiva en que se encuentre tu empresa, tal como se muestra en la figura 1.1 (pág. 39).

Capital semilla

El capital semilla consiste en apostar por una idea de negocio. Todavía no hay una estructura empresarial.

La idea de una nueva compañía es habitualmente el resultado de una fascinación, una preocupación o una obsesión de un empresario.²

En las etapas de lanzamiento de un nuevo proyecto empresarial, para captar capitales lo común es apoyarse en familiares y amigos, personas que confían en los fundadores, que creen en su capacidad de llevar su idea adelante y desean apoyarlos, pues son conscientes de que en esta etapa resulta muy difícil encontrar un inversor.

Start-up

El 90% de las nuevas empresas (también llamadas *start-up*) no sobreviven.

La empresa *start-up* comienza a funcionar, ya no es sólo una idea, va tomando forma, está captando sus primeros clientes.

En muchas ocasiones los fundadores han puesto todo lo que tenían, la empresa está creciendo y cada vez exige más inversión. Ellos no tienen recursos para financiar el crecimiento de la empresa, no cuentan con apoyo de las entidades financieras pues no tienen forma de dar garantías y necesitan inversores que pongan dinero o de lo contrario la empresa no podrá seguir creciendo.

En esta situación, cuando el proyecto es robusto y está *bien vendido* puede aparecer un nuevo inversor, como el *business angel* o el *pledge fund*.

Los business angels

El *business angel*, figura con cada vez mayor presencia en nuestro país, es habitualmente un antiguo empresario o un inversor particular que apuesta por invertir en proyectos empresariales incipientes, con aportaciones que rondan entre los 200.000 y un millón de euros.

El *business angel* tiene margen para alcanzar con su patrimonio un mayor grado de diversificación con la participación en distintos proyectos, y a la vez ayuda a los emprendedores a disponer de un mayor caudal de fondos para afrontar el crecimiento.

Hoy, los *Business Angels* se agrupan cada vez más en redes organizadas. La red facilita el contacto con el empresario y sirve como plataforma de encuentro entre inversores y los buscadores de capital, permitiendo confrontar perfiles de emprendedores e inversores.

A la fecha de publicar este libro existen 19 redes de *business angels* en España. Son FINAVES, patrocinada por la Escuela de Negocios IESE; Keiretsu Forum España; ADE Financiación; Asban; Atitlan Capital; Barcelona Business Angels (BCN); Business Angels Network Cataluña (Banc); CV BAN; Encuentro Círculo de Inversión; ESADE; CEEI, de Alcoy, Valencia y Elche; GOBAN; Grupo IT Net; First Tuesday; IE; La Salle; Realiza Business Angels (RBA); Málaga Business Angels, y Business Angels Network madri+d.

Además, algunos fondos de capital riesgo público están optando por esquemas de coinversión con las redes de *business angels*. De esta

manera la administración puede aportar fondos para acompañar, hasta un determinado porcentaje, al dinero puesto por los *business angels*. Esta medida tiene todo el sentido, pues las administraciones, apoyándose en el conocimiento sectorial del *business angel* (que está asimismo invirtiendo su propio dinero), se ahorra los costes del análisis del proyecto.

Deberás acercarte a diferentes inversores según la etapa evolutiva en que se encuentre tu empresa

Los pledge funds

En ocasiones, a la hora de invertir, los *business angels* establecen fórmulas de sindicación como estrategia para reducir el riesgo de cada inversor individual. La sindicación de inversores permite que se aporten cantidades mayores a las empresas.

Esta sindicación se instrumenta en algunos casos a través de los *pledge funds*.

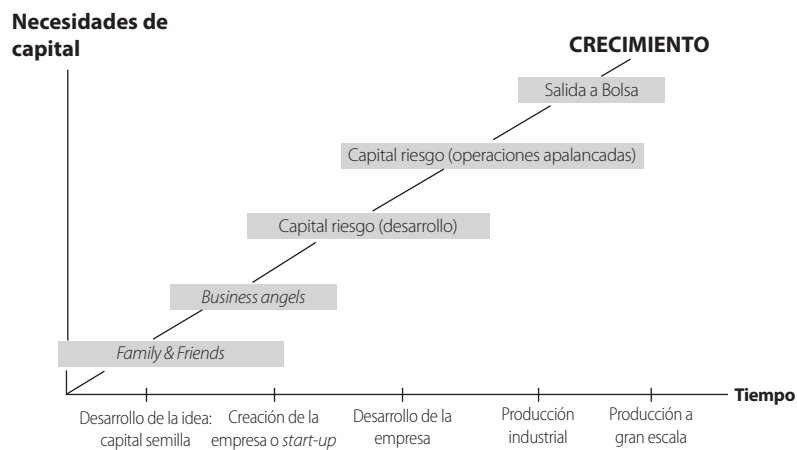
Un *pledge fund* consiste en un grupo de profesionales expertos en inversión que agrupa a unos cuantos empresarios en un club de inversores. Estos pagan una cuota al club y los profesionales que lo gestionan tienen por misión localizar y seleccionar proyectos de inversión interesantes. Unos cobran una cuota periódica a los miembros, en otros, una cantidad por proyecto seleccionado y otros a quien cobran es al emprendedor por presentar su proyecto.

Entre los *pledge funds* conocidos en España podemos citar Simbiosis, en Madrid, o Know How, en Barcelona.

Hay muy pocos *pledge funds* en España, pero es un fenómeno que se está extendiendo y que tomará más cuerpo cuando las instituciones de banca privada se decidan a ofrecer este servicio a sus clientes.

Como veremos en el Capítulo VIII, hay también determinadas entidades de capital riesgo que apuestan por ayudar a los emprendedores en el lanzamiento de sus proyectos empresariales. Casi ninguna invierte en capital semilla, pero sí vemos alguna especializada en *start-up*.

FIGURA 1.1.

Tipos de inversores según la etapa de la empresa

Fuente: ONEtoONE Capital Partners.

Capital desarrollo

Para que una empresa supere la etapa de *start-up*, habitualmente se requiere que al menos hayan pasado tres años desde su fundación.

La empresa es ya una realidad y comienza a existir una estructura empresarial en crecimiento. Es común que la caja que genera sea inferior a la que necesita para financiar ese crecimiento. Esto es un fenómeno natural porque primero tiene que pagar dinero para abastecerse de productos y para recuperar la inversión tendrá que venderlos y esperar al cobro, por eso cuanto más crece, más tienen que gastar primero y, si no se encuentra inversores para apoyar ese crecimiento, sucede en ocasiones lo que se ha llamado *morir de éxito* (se ha crecido muy rápido y la caja está vacía: se entra en concurso de acreedores).

Esto es especialmente grave en las empresas con un bajo porcentaje de beneficios sobre ventas, pues las necesidades de fondos para financiar el crecimiento no son cubiertas por los beneficios y cuanto más crece la empresa más se vacía la caja. Si quieren seguir creciendo, necesitan inversores.

Nos pidió, un empresario que facturaba 15 millones de euros y tenía un beneficio sobre ventas del 3%, que buscásemos inversores para ayudarle, pues estaba creciendo mucho gracias al lanzamiento de un nuevo producto y se estaba estrangulando financieramente. Le pedimos que dejase de crecer hasta que encontráramos a los inversores, ya que crecer sin recursos financieros lo llevaría inevitablemente y en poco tiempo al concurso de acreedores. Afortunadamente, siguió nuestro consejo.

En empresas en crecimiento, invierten los capital riesgo especializados en capital desarrollo y las *family offices*.

La family office

Una *family office* es una oficina creada para la gestión integral del patrimonio de una familia: esta oficina se ocupa de sus inversiones financieras, inmobiliarias, empresariales, su fiscalidad, su sucesión y su planificación financiera global.

En España hay muchos *family offices*. Recientemente se han creado bastantes para gestionar patrimonios fruto de la venta de una empresa o de un importante activo inmobiliario perteneciente a una familia. Al año se venden en España más de 3.000 empresas, y algunas familias, tras la venta, crean su *family office*. Algunos ejemplos notorios son: Ponte Gadea, de Amancio Ortega; Rosp Corunna, de Rosalía Mera; Inveravante, de Manuel Jové; Inversiones Hemisferio, de la familia Lara; Auris 4 Investments, de la familia Vall Pla, o Valmenta, de la familia Mencos.

Los grupos familiares que han vendido empresas buscan invertir en otras empresas para acogerse a deducciones para reinversión, pues si una empresa ha realizado plusvalías en una desinversión tendrá que tributar al 30% (tipo general del Impuesto de Sociedades), pero puede reducir esa tributación a tan solo un 18% (ahorrándose los impuestos correspondientes al 12% de la plusvalía) si reinvierte durante los tres siguientes años en alguna empresa tomando una participación superior al 5%. Esta oportunidad fiscal es un incentivo claro para la inversión de las *family offices* en otras empresas.

Muchas de estas *family offices* han optado por crear sociedades de capital riesgo para su inversión en empresas no cotizadas, pues la fisca-

lidad del capital riesgo les permite pagar solo un 1% de las plusvalías que obtengan en sus inversiones frente al 18 ó 30% si invierten como persona física o como sociedad mercantil.

Así lo han hecho los propietarios de Corporación Dermoestética con Soul Corporación, la familia Carulla con Quercus, la familia Molins con Active Private Equity, o la Familia Gallardo con Landon Investments, por citar algunos.

Como hemos visto, una vez que se ha dotado a la empresa de una estructura empresarial y se necesita capital para financiar el fuerte crecimiento, el capital desarrollo juega un papel fundamental. Son etapas en las que la empresa consume mucha caja y no se pueden repartir dividendos, pues todo lo que genera debe destinarlo al crecimiento.

Operaciones apalancadas sobre empresas maduras

Cuando el crecimiento deja de ser tan acusado, la empresa entra en una etapa de madurez: ya puede repartir cómodamente dividendos y tiene una generación de beneficios estable.

En esta etapa aparecen como posibles compradores o inversores los fondos de capital riesgo especializados en compra con deuda (llamados en inglés *buy out*), es decir, fondos que aprovechan la capacidad de endeudar (también llamado apalancar) la compañía para ofrecer un precio más elevado al vendedor.

Para estos fondos resultan interesantes las compañías que generan beneficios estables y que tienen poca deuda, pues utilizarán el endeudamiento como palanca para la compra.

Intentan poner poco capital y endeudar mucho la operación ofreciendo como garantía para los bancos los flujos de caja futuros que reportará la empresa adquirida. Que estos flujos sean predecibles y recurrentes es necesario para que el banco preste más dinero.

Las operaciones de compra las realizan a través de sociedades instrumentales denominadas NEWCO (New Company). En el Capítulo IX analizaré las NEWCO.

La importancia de disponer de una estructura empresarial

Para que se pueda vender una empresa es necesario que tenga una estructura empresarial que le permita ser independiente de su propietario.

Es preciso que la empresa tenga vida por sí misma y el fundador o propietario pase a ser, aunque importante, un pasajero en la empresa. Solo en ese caso tiene sentido una venta a otro grupo empresarial o a algún equipo directivo acompañado de una entidad de capital riesgo.

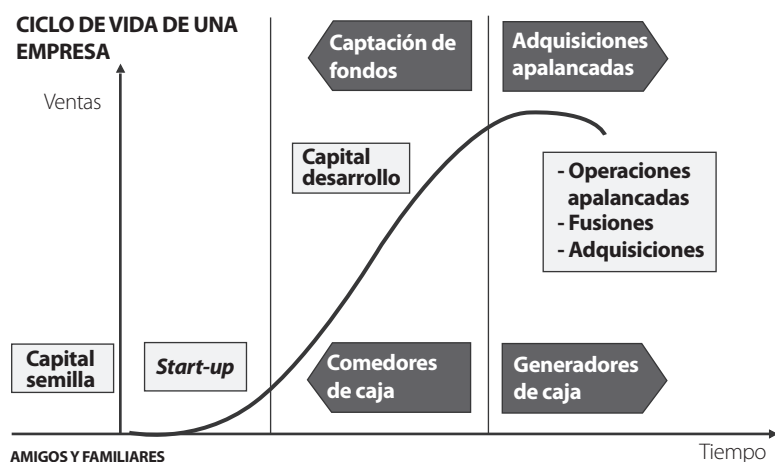
Esto es relevante, pues en muchas ocasiones el empresario *es la empresa* y cuando quiere venderla no se da cuenta de que la compañía sin él no tiene valor, pues el propio empresario juega un papel tan importante que yéndose se lleva el valor con él.

En estos casos la empresa es invendible. Ponte en la piel del comprador: ¿Quién querría pagar por una empresa para después descubrir que no ha comprado nada, que todo lo que ha pagado se ha disuelto como un azucarillo al irse el propietario?

Son casos en los que el emprendedor no ha sido capaz de crear una estructura empresarial autónoma, no hay un equipo directivo capaz de tomar decisiones sin consultarle, los clientes tienen un vínculo muy personal con él y esa es la razón de que sean clientes. En definitiva, depende la empresa tanto de él que sin él no funciona.

Si este es tu caso, tienes dos alternativas si quieres abandonar el negocio: preparar la empresa para la venta dotándola de estructura empresarial o, si no lo quieres hacer, deshacerla vendiéndola por partes (las máquinas, las naves, las existencias, etc.) y resolviendo o indemnizando los contratos que tengas, sean laborales o empresariales.

FIGURA 1.2.

Tipos de procesos según la fase del ciclo empresarial

Fuente: ONEtoONE Capital Partners.

La decisión de vender una empresa

¿Cuándo es el mejor momento para vender una empresa? Aunque se trata de una decisión personal, y por tanto subjetiva, me gustaría compartir contigo las razones que pueden hacer conveniente la venta.

La venta de una empresa todavía hoy se percibe en España por muchos empresarios como un fracaso, a diferencia de lo que ocurre en los mercados anglosajones en los que vender es considerado una hazaña de éxito profesional y empresarial, un hecho del que el empresario se siente orgulloso pues su compañía ha resultado ser más atractiva que otras para el comprador y él ha puesto en valor su empresa convirtiendo valor implícito en precio efectivo.

Toda compañía tiene un momento óptimo para ser vendida y es vital esforzarse en conocerlo y ser conscientes de ello para luego no arrepentirse.

Un 70% de las empresas familiares no pasan a la siguiente generación. La alta mortalidad de las empresas se debe, entre otras razones, a la falta de planificación en la transmisión, la ausencia de un sucesor

competente, el fracaso o el agotamiento de un negocio o de un sector, las dificultades familiares, las peleas entre socios, la falta de capital o la falta de financiación.

Muchos de estos cierres se podrían evitar si el empresario supiera elegir el momento adecuado para desprenderse de su empresa.

En los últimos años, especialmente a causa de la globalización y las mejoras en los medios de transporte de productos y servicios, las presiones competitivas han acelerado la necesidad de ser rápido en identificar el momento oportuno para desprenderse de la empresa.

El entorno competitivo aprieta

La actual globalización de los mercados, acelerada por la entrada de China el año 2001 en la Organización Mundial del Comercio, está afectando a aquellas empresas más sensibles a la amenaza de competidores con mano de obra barata.

La estructura productiva en España está aún poco especializada y es presionada por estos competidores. En estas circunstancias los procesos de reestructuración productiva resultan inevitables y se realizan tanto por compraventas de empresas como por reestructuraciones internas en las organizaciones.

Esto lo vemos reflejado en la deslocalización industrial que está afectando a empresas hasta ahora ubicadas en España. La mano de obra barata en países emergentes está provocando que muchas compañías desplacen allí sus fábricas.

Hay sectores en los que las alternativas son: deslocalizar o cerrar. Sin embargo, no todas las empresas tienen capacidad de deslocalizar. Para hacerlo se requiere de tamaño, una situación financiera estable y disponer de recursos, pues aunque a largo plazo resulta rentable, en el corto resulta económicamente costoso. Se debe asimismo disponer de capacidades de gestión, con directivos suficientes y con experiencia en la organización para apoyar la iniciativa de la deslocalización sin crear agujeros en otros procesos de la compañía. Se precisa también de capacidad en operaciones para estandarizar, codificar procesos y transferir o replicar parte de estos en otra ubicación.

Por esta razón se producen fusiones entre empresas o la adquisición de unas empresas por otras, para que el conjunto pueda moverse hacia zonas donde los costes de producción sean menores. Cuando la deslo-

calización es necesaria para sobrevivir, la venta a un grupo mayor puede ser la mejor solución.

Se trata de un proceso inevitable. Las empresas de capital extranjero que anteriormente se habían establecido en nuestro país hoy se van a mercados más competitivos. Por ello, muchas de las deslocalizaciones actuales ya fueron deslocalizaciones previas, pero que afectaron a otro país.³

Otro factor que afecta enormemente al entorno competitivo es la revolución tecnológica en la que estamos inmersos, con cambios que redefinen la cadena de valor de las industrias. Sorprende recordar que Netscape, el primer navegador comercial que abrió la Web al mundo, salió a la luz hace tan solo unos años, en diciembre de 1994. Ello provocó una verdadera revolución tecnológica que no ha dejado de crecer de manera exponencial, permitiendo una explosión de innovaciones que están cambiando las formas de competir de las empresas. Pensemos tan solo en eBay, Amazon o Google.

La propia burbuja tecnológica de finales de los años noventa y la sobreinversión que produjo, dejó instalada en todo el mundo, y sin utilizar, una gran cantidad de cable de fibra óptica, lo que generó una sobrecapacidad que ha hecho cada vez más barata la transmisión de voz y datos. Ello ha provocado una revolución en el sector de las empresas de tecnología, comunicación y de los servicios a través de Internet.

Hasta hace poco, la globalización amenazaba a los fabricantes de productos pero no a los proveedores de servicios, pues estos se tenían que prestar presencialmente. Con esta nueva capacidad de transmisión de voz y datos, los servicios ya se pueden externalizar a compañías en países lejanos. ¿Por qué no van a programar el *software* de mi empresa programadores desde Argentina? o ¿por qué no tener el servicio de atención telefónica en Perú? Esta nueva situación ha cambiado el panorama competitivo para muchas empresas.⁴

Hoy, el proceso de consolidación empresarial en la Unión Europea es un hecho y de la misma manera estamos viviendo una consolidación en los mercados domésticos, pues para competir en el Mercado Común se requieren economías de escala.

Motivos para la venta de una empresa o búsqueda de inversores

Pueden ser muchas las razones para que un empresario se plantee la conveniencia de vender su empresa.

Sin embargo la venta de una compañía es una de las decisiones más importantes que un empresario toma en su vida empresarial, por eso aunque tenga poderosos motivos para hacerlo, en muchas ocasiones él mismo busca excusas y argumentos para no dar el paso que en su interior sabe que le conviene. No decidir es una actitud que también tiene consecuencias.

No vender una empresa cuando hay poderosas razones para ello puede acabar implicando una pérdida de valor, su cierre o simplemente la pérdida de una ventana de oportunidad concreta de maximizar el precio de las acciones.

A continuación repasaré algunas de las circunstancias que pueden hacer conveniente la venta o búsqueda de inversores. Mi objetivo es que te sirva de guía de reflexión para analizar cuándo es el momento más adecuado para realizar una operación corporativa.

Motivos personales

Preparación para la jubilación: se trata sin duda de una decisión muy personal. Hay empresarios que a los 55 años deciden que ya tienen dinero suficiente y que «ya lo han hecho todo», no sienten el estímulo de seguir luchando y prefieren dedicarse, por ejemplo, a viajar. Otros prefieren no retirarse hasta los setenta.

Si un empresario tiene 63 años y quiere jubilarse al cabo de dos años vendiendo la empresa, es bueno que inicie la preparación de la misma para su venta, siguiendo los consejos que daré en el Capítulo IV.

En un mundo empresarial tan competitivo como el actual, sin una intensa dedicación de su propietario, la empresa puede deteriorarse rápidamente: ya no se invierte lo necesario, se pierde progresivamente fuerza competitiva, los empleados con talento notan falta de empuje de la propiedad y buscan otros trabajos. Se genera un círculo vicioso que termina con la vida, cierre o mala venta de lo que fueron magníficas organizaciones.

Esta situación es muy común. El empresario no quiere que en su entorno se sepa que estaría dispuesto a vender, por lo que no es capaz de

explorar adecuadamente las posibilidades, pero a la vez tiende a pensar en los competidores como los mejores candidatos para la adquisición de su empresa, y solo considerar la posibilidad de que ellos sepan que vende le da vértigo. No conoce las técnicas que existen para gestionar adecuadamente la confidencialidad ni sabe dónde encontrar otros compradores.

El empresario deja entonces que pase el tiempo pues no es capaz él mismo de dar solución al problema y se hace cada vez más difícil la venta.

Querer hacer algo diferente en tu vida: sientes una responsabilidad social de dedicar el resto de tus años a una ONG, quieres comprar otra empresa con distinta actividad, te quieres dedicar a la política o simplemente a tu familia (disfrutar de los nietos, ya que no lo has podido hacer con los hijos, pues te coincidió su crianza con la puesta en marcha de tu empresa). Por haber fundado o heredado una empresa no es obligatorio que pases toda tu vida dedicado a ella.

Cambio de negocio o dedicación simultánea a otros más rentables que requieren de mayor atención: en ocasiones te encuentras que otra actividad empresarial que has iniciado es más rentable, requiere menos esfuerzo, tiene más futuro o simplemente te reporta más satisfacciones.

Esto nos sucedió con un empresario que, tras muchos años de esfuerzo y poca rentabilidad en una actividad industrial fabricando componentes para automóvil, se embarcó en un proyecto eólico. Su sorpresa fue mayúscula cuando vio que ganaba mucho más dinero con mucho menos esfuerzo. Nos pidió que vendiéramos su anterior empresa.

Problemas de salud: la vida se vive una vez y, si te falla la salud, tal vez sea mejor que te desprendas de la empresa o la traspases a los directivos con fórmulas que luego veremos y dediques el tiempo que te quede a tu familia, sin los disgustos ni exigencias de la empresa.

Fin de un ciclo económico alcista: el empresario, de edad avanzada, ante un cambio de ciclo, toma la decisión de desprenderse del negocio. Como me decía un empresario: «Yo ya soy rico y no tengo necesidad de pasar los últimos años de mi vida peleándome contra una crisis económica.»

Motivos familiares

Discrepancias entre los miembros de la familia por la gestión: en ocasiones los hermanos fundadores ya no están y sus hijos (ahora primos) se enfrentan en la gestión deteriorando los resultados de la compañía.

Un propietario que tenía una participación del 15% en una empresa familiar no estaba conforme con la gestión que hacían sus hermanos y quería más dividendos. Acudió a nosotros a pedir ayuda para vender su participación. Le explicamos que en una empresa con las características de la suya era muy difícil que un tercero quisiese sustituirle en su problema y que sus hermanos eran los más probables compradores potenciales. Al ver que la empresa encajaba en los parámetros requeridos por el capital riesgo, le pedimos que nos presentase a sus hermanos. A ellos les explicamos la situación y les animamos a que lo sustituyesen por un inversor financiero con más recursos que no solo comprase la participación del minoritario, sino que hiciese también una ampliación de capital para ayudar a crecer a la compañía. Les encajó la idea y así lo hicimos para satisfacción de todos.

En otras ocasiones es el propietario quien prevé estos futuros conflictos entre sus hijos y con objeto de preservar la armonía familiar elige vender la empresa y ayudar a cada uno de ellos a tener una trayectoria empresarial independiente.

Otras veces son los hijos o la mujer del empresario quienes tienen conflictos con otros socios o el equipo directivo, y el empresario, ya mayor, anticipa una explosión cuando él falte.

Este tipo de decisiones conviene abordarlas con tiempo suficiente y no esperar a situaciones límite.

Nos llamaron unos asesores para que intentáramos ayudar a un propietario. Él estaba muy enfermo, tenía un gran apego a sus empleados y temía dejar la empresa a sus hijas pues pensaba que

sus yernos la arruinarían y perjudicarían a los empleados. Las hijas hacían guardia en el hospital y fue imposible siquiera tener una conversación privada con el propietario. Falleció sin haber siquiera intentado una venta que, si se hubiera planificado con tiempo, habría sido exitosa.

Falta de interés de los hijos por continuar en la gestión o falta de preparación: el empresario debe entender y aceptar que sus hijos desean seguir caminos diferentes al que él eligió.

Es muy frecuente que un empresario nos indique que no ve a sus hijos preparados para asumir la responsabilidad y que prefiere que busquen un trabajo más adecuado a sus capacidades en lugar de trasladarles la losa de dirigir una empresa.

Nos solicitaron ayuda para un joven que había heredado la empresa de su padre. No conocía en absoluto el negocio y resultaba totalmente extraño para él. Le costaba relacionarse con los empleados, que lo veían como un crío, y la empresa se le estaba yendo de las manos. No paraba de meter dinero de su herencia y la empresa requería cada vez más inversiones porque enseguida se quedaba sin caja. Su inexperiencia estaba siendo demoledora para la gestión del negocio.

Vendimos la empresa a un grupo industrial, el chico salvó su patrimonio y se libró de una situación que lo hubiera llevado a la ruina.

Plantearse la venta de la compañía cobra especial importancia cuando la empresa es un problema para la familia o cuando la familia es un problema para la empresa.

Motivos societarios

Conflictos de intereses entre los accionistas: uno de ellos no quiere seguir o discrepan sobre el rumbo adecuado para la compañía. Ello dificulta la

toma de decisiones y por tanto compromete el futuro competitivo de la empresa.

Los inversores financieros quieren salir: en muchas ocasiones, los inversores que pusieron capital consideran que el ciclo de generación acelerada de valor se ha agotado y prefieren recoger su inversión más las plusvalías para invertirlas en otros proyectos de mayor crecimiento.

Diferentes capacidades financieras entre socios: en otras ocasiones la empresa requiere una fuerte inversión de capital para ser competitiva y uno de ellos está dispuesto a acometerla mientras que el otro no puede y tampoco está dispuesto a diluir su participación.

Motivos económicos

Necesidad de una nueva inyección de recursos: la necesidad de ampliación de capital para seguir siendo competitivos es muy común. Es posible que el empresario, especialmente cuando está ya en una fase avanzada de su vida, no esté dispuesto a reinvertir de nuevo el patrimonio que ya ha generado y extraído de la empresa y prefiere desprenderse de la misma.

Se ha producido, por ejemplo, un deterioro de balance por pérdidas de actividades ordinarias o porque los activos de la empresa están llegando al límite de vida útil y hace falta una inversión en modernización. Otras veces la empresa no genera caja suficiente para acometer las inversiones que necesita para ser competitiva.

Como hemos visto, en otras ocasiones es el crecimiento el que estrangula financieramente la compañía, pues cuanto más crece más se ahoga económicamente la empresa y eso obliga al empresario a buscar inversores.

La obsolescencia tecnológica puede hacer que la empresa tenga que invertir a corto plazo para ser viable, inversiones que el propietario no desea o no puede realizar.

La falta de acceso al capital para crecer: las oportunidades que se presentan a una empresa pueden superar su capacidad de endeudamiento y la única manera de aprovecharlas es vendiéndose a una empresa más grande y con mayores capacidades financieras.

Desprenderse de divisiones que no son rentables, a las que no se pueden destinar más recursos, que no encajan en la estrategia competitiva de la empresa o que hay que vender para obtener liquidez y sostener el negocio principal.

Se recibe una buena oferta por la empresa: al analizarla se comprende que se va a obtener más valor aceptándola que continuando con la gestión de la compañía. Esto significa que el comprador está pagando un precio superior al valor intrínseco y está compartiendo, como luego veremos, el valor de las sinergias o, sencillamente, está sobrevalorándola.

Desde la perspectiva teórica, siempre se debería elegir la venta cuando el precio que se ofrece es superior al valor que los accionistas van a recibir si siguen siendo propietarios de la compañía. Naturalmente, hay muchos otros factores que para ti pueden ser mucho más relevantes que la maximización del valor económico y que sólo tú como propietario puedes juzgar.

El valor de los activos inmobiliarios sobre los que opera la empresa es superior al valor del negocio: se busca, para maximizar el valor, desprenderse del negocio para poder vender la parte inmobiliaria.

Motivos competitivos

La entrada de un potente competidor: a veces una empresa ha desarrollado un mercado y lo ha hecho suficientemente atractivo para un gran jugador. Es lo que le sucedió a Netscape en el mercado de navegadores cuando apareció Microsoft, o es lo que le podría suceder a una empresa de telecomunicaciones si desarrolla una tecnología de comunicación inalámbrica y, ante su éxito, Telefónica toma la decisión estratégica de desarrollar ese mercado.

En estos casos, vender la compañía mientras todavía es relevante, puede ser más sabio que hacerlo cuando el gran competidor le esté quitando los clientes y la cuota de mercado.

El crecimiento es en otros casos precisamente el problema. La compañía ha tomado un tamaño que complica la gestión y el empresario no se considera preparado para ello. Prefiere venderla a organizaciones más grandes o con mayores capacidades de gestión.

Deslocalización: la necesidad de internacionalizar la compañía o de deslocalizarla (para que sea competitiva) pone en ocasiones al empresario en una situación muy difícil, viéndose forzado a la venta antes de que el deterioro sea superior. El empresario ve cómo los competidores relevantes van desplazando la actividad fabril a otros países y él no puede hacerlo.

Cuando hay poderosas razones para vender la empresa, no hacerlo puede acabar implicando una pérdida de valor, su cierre, o simplemente la pérdida de una ventana de oportunidad concreta para maximizar el precio de las acciones

La pérdida de capital humano: las dificultades para contratar, convivir o retener a un equipo directivo adecuado para gestionar el negocio son a veces señal de que ha llegado el momento de vender. El empresario no puede o ya no tiene fuerzas ni interés en hacer crecer la empresa a ritmos que resulten atractivos a buenos directivos externos.

La empresa ha maximizado sus posibilidades en su mercado: pongamos como ejemplo Nuevecitas.com, una empresa que se ha convertido en líder en España en venta de bolas de golf por Internet a jugadores, con una cuota de mercado muy relevante. Es el pez grande de un lago pequeño (el de las bolas de golf). Puede decidir venderse a una empresa más grande que quiera entrar en ese nicho de mercado y busque capturar su inmensa base de clientes.

La pérdida de clientes importantes: esta puede ser una señal de que se está perdiendo fuerza competitiva y de que la compañía necesita nuevos aires o un cambio estratégico.

Los clientes se están integrando verticalmente: están comprando las empresas de tus competidores y dejan por ello de comprar tus productos.

La rentabilidad decreciente por tener una cartera de productos poco diferenciada o una cartera de productos maduros y pocos productos en desarrollo. La empresa sufre un progresivo deterioro de su balance. En ocasiones en lugar de crear valor, lo destruye.

Los procesos de concentración en el sector: las economías de escala que alcanzan otras empresas por esta vía puede hacer ver al empresario que su tamaño es insuficiente y que si quiere sobrevivir precisa un salto en dimensión. **¿Está habiendo muchas compras entre tus competidores? ¿Están desapareciendo empresas? ¿Está concentrándose en tu sector?**

Aparición de nuevos jugadores con mayores capacidades competitivas que amenazan su futuro. Estos jugadores suelen venir de otros mercados geográficos o de producto.

La interdependencia creciente entre las economías a lo ancho del planeta ha acelerado las operaciones corporativas entre países, pues las empresas necesitan adquirir la masa crítica suficiente para competir contra otros jugadores globales.⁵

Ante el estrechamiento de márgenes que está provocando el tener que lidiar con compañías extranjeras más competitivas por costes, por tamaño o por capacidad de investigación, desarrollo o innovación, muchas empresas se ven necesitadas de fórmulas para reducir costes vía sinergias productivas con otras compañías similares u obtener cuotas de mercado suficientes que generen economías de escala.

El sector vive una etapa de pico de valor: este hecho se produjo en la burbuja de Internet en el año 2000 o en la burbuja inmobiliaria en los años 2005-2007. Algunos empresarios se dieron cuenta que se estaban pagando precios desorbitados y decidieron aprovechar la oportunidad de venta. Esto es difícil pues el éxito en muchas ocasiones ciega y precisamente la burbuja es fruto de una percepción colectiva de que el crecimiento seguirá.

La aparición de productos sustitutivos que hacen no rentable el modelo de negocio. El empresario ve que otros competidores relevantes van abandonado el sector.

Motivos legales

Cambios en el entorno regulador del sector: por ejemplo, nuevas exigencias fitosanitarias pueden requerir importantes inversiones que hagan imposible ser rentable con el tamaño actual de la empresa. Una manera de sobrevivir y mantener el valor de las capacidades actuales (clientes, marca, productos, tecnología) es integrarse a un grupo más grande.

Cambios en la política impositiva y fiscal que hacen que la empresa deje de ser rentable o que resulte atractiva para otra por acumular bases imponibles negativas.

Hay muchos factores que pueden desencadenar la decisión de vender la empresa. He repasado algunos para ayudarte a reflexionar. Lo importante es que tengas presente que es una opción y que pueden darse circunstancias que hagan conveniente la venta. En ese caso, una decisión a tiempo ayudará a crear valor económico y personal.

Ten también presente que una venta lleva tiempo y que debes decidirlo con un año de antelación, pues es lo que habitualmente tarda en consumarse. Te recomiendo que, si es posible, dediques al menos uno o dos años a preparar la empresa para la venta como veremos en el Capítulo IV.

Una vez vistas las causas que pueden llevar a un proceso de venta, embarquémonos en el proceso.