

ANGEL ALDA

7 DE ENERO DE 2013

OTRAS ALTERNATIVAS EMPRESARIALES A LA CRISIS: VENTAS, ADQUISICIONES, ALIANZAS Y FUSIONES CORPORATIVAS

ENTREVISTA CON PABLO KELLER, MANAGING DIRECTOR DE EDMOND DE
ROTHSCHILD CF

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor y
Know Square S.L.



Pablo Keller

41 años. Licenciado Empresariales -ADE- por UAM. EMBA por IESE. Casi 20 años de experiencia: Deloitte Corporate Finance, Socio fundador de la boutique especializada Alienzo CF, Socio fundador y presidente M&A Europe. En la actualidad Managing Director de Edmond de Rothschild CF en Madrid. Ha sido profesor en la UAM, la EFA (AFI) e Instituto Internacional Bravo Murillo.

“Siete hijos y mucha alegría de vivir y hacerlo intensamente. Con la esperanza de que todos juntos trabajando podamos salir de esta maldita crisis, que yo creo que es la crisis del aburrimiento y la desidia.”

Cegadas las vías naturales de acceso al crédito financiero y agotadas las posibilidades de autofinanciación, el horizonte de muchas empresas para mantener su viabilidad y hasta su propia supervivencia pasa necesariamente por la adopción de estrategias corporativas basadas en la venta de la propia empresa, de sus marcas, sus clientelas y su tecnología a terceras partes o la fusión-o alianza- con otras empresas.

Y eso son palabras mayores hablando de pequeñas y medianas empresas españolas que apenas disponen de la cultura corporativa precisa para manejarse en los mercados de Fusiones y Adquisiciones-F&A- con solvencia.

Dado el interés que despierta el tema entre el colectivo cercano a Know Square hemos mantenido un encuentro-entrevista con [Pablo Keller](#), Managing Director de [Edmond de Rothschild CF](#).

Empecemos por lo más inmediato.

EL APAGÓN CREDITICIO SOBRE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

¿Hasta dónde llega y de qué forma afecta la restricción crediticia a las empresas españolas- insistimos en que hablamos de pequeñas y medianas empresas- y que perspectivas podemos deducir para el futuro?

El otro día, un amigo que trabaja en el área de financiación de adquisiciones de un banco me dijo: *“al final las empresas se acostumbrarán a trabajar sin financiación”*. Él lo contaba con cierta amargura, pues desde su perspectiva el problema es que no le llegan proyectos/clientes que cumplan con los requisitos que marcan los comités de riesgos de su entidad: la crisis ha hecho que las empresas no vendan suficiente, no sean rentables o estén demasiado endeudadas. Desde la perspectiva de las empresas, el problema es que los comités de riesgos ya no aprueban las operaciones que presentan. Y en esa espiral de desencuentros, la cosa va de mal en peor.

Lo cierto es que estábamos muy mal acostumbrados. En los años buenos, los bancos estaban como locos por facilitar los fondos en la adquisición de compañías. Se llegaba a veces al delirio de que los accionistas de una empresa la endeudasen para utilizar esos fondos para comprarla ellos mismos (no es broma, de hecho permitió a unos cuantos cobrar por adelantado los beneficios de 10 o 15 años y seguir manteniendo una participación significativa, incluso de control, en el vehículo adquirente y lógicamente en consecuencia en la propia compañía adquirida).

Con la crisis muchas de esas empresas no fueron capaces de aguantar la carga financiera con terribles consecuencias que probablemente no se habrían producido de tener un balance más saneado. Además, en el seno de las propias entidades financieras este tipo de operaciones han caído en desgracia y, como suele ocurrir en casi todas las facetas de la vida, pasamos del exceso al defecto, sin dejar de pecar. Me contaban hace poco en un banco que ya no llevan a comités de riesgos ni una propuesta de financiación para adquisiciones porque cada vez que lo han hecho les han sacado los colores (me imagino al jefe del que me lo contaba: *“¿otra vez con estas?, no hemos tenido bastante con A con B y con C, y otra vez me venís con otra p*** m**** de compra apalancada de los c*****”*).

Estando así las cosas, al menos en mi experiencia, la restricción es casi total. Los bancos están sólo dispuestos a poner dinero en arreglar sus problemas, y a veces ni eso.

En las Pymes la cosa es peor porque ni siquiera en pleno “boom” los bancos estaban dispuestos a financiar sus aventuras. La financiación bancaria de una Pyme se ceñía casi exclusivamente a líneas de circulante y préstamos hipotecarios. En esos años los bancos entraban en operaciones sólo por encima de 20/30 millones de euros, que justificaban las elevadas comisiones que exigían los departamentos especializados de los bancos. No dio tiempo a que el producto se *“comoditizara”* y para cuando algunas divisiones de Financiación de Adquisiciones empezaban a mirar también operaciones de hasta 5 millones, llegó la crisis.

En España, una economía tradicionalmente muy bancarizada, el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas se ha limitado históricamente al procedente de bancos y cajas de ahorros. Los bancos y cajas están presentes directa o indirectamente en todas las vías de financiación que se pueda plantear una PYME: desde la entrada en el capital sea directamente por las corporaciones industriales o

a través de un fondo de capital riesgo donde muchas veces (especialmente en el *midmarket*) los inversores finales son también bancos o sobretodo cajas españolas al *leasing* de una nueva maquinaria pasando por supuesto por préstamos corporativos. No existe, por no ser necesario, un mercado secundario de negociación para deuda de pequeñas y medianas empresas y en materia de acciones, el MAB no termina de ser una alternativa real.

En este contexto, es difícil que, estando las entidades financieras como están, se vaya ahora a abrir el crédito y la apertura de nuevas vías (por ejemplo un mercado secundario o la reactivación de alternativas como la titulización de préstamos) encuentre acogida entre inversores.

El capital riesgo que sí podría ser en cambio una fuente de financiación viable y activa para las pequeñas y medianas empresas, es en todo caso insuficiente. Los fondos gestionados en España ascienden a unos 25.000 millones de euros, cifra equivalente a algo menos del 5% de la capitalización bursátil de las empresas cotizadas y algo insignificante comparada con el volumen total de crédito. Esta vía, que en muchas ocasiones supone una solución perfecta, es, por otra parte, una financiación cara que exige además al empresario el compromiso de facilitar la salida del fondo, lo que en la práctica hace inviables algunas operaciones.

Nos queda el capital extranjero, que sí está llegando a España pero en busca de gangas y chollos que normalmente pasan por o vienen de procesos concursales, EREs, reestructuraciones y resto de situaciones difíciles. España representa una clara oportunidad para este tipo de inversor que, efectivamente, está activo en el mercado. Sin embargo, estas operaciones se cierran tras procesos largos y muchas veces dolorosos, en los que la creación de riqueza sólo se adivina a largo plazo y en el camino muchas veces lo que dejan es un reguero de despidos, quitas y aplazamientos que a corto plazo dejan a todos muy mal sabor de boca, solo digerible bajo la convicción de que la alternativa sería mucho peor.

Hablemos de esos problemas que estás planteando en relación con tres tipos de empresa:

-Empresas solventes y veteranas con buena tecnología y apertura exterior.

Es que las cosas están muy difíciles. Supongamos, por ejemplo, que una empresa española con buena base tecnológica, equipo humano y solvente con unas ventas de 100 millones de euros, decide entrar, vía adquisiciones en, por ejemplo, Perú, con una adquisición de máximo 10 millones de euros. La española aportaría a la filial peruana acceso a sus clientes multinacionales españoles y la peruana el conocimiento del mercado local, ambas se aportarían mutuamente sinergias técnicas, comerciales y de costes. Con un banco español, difícil, ya lo hemos visto, bastante tienen. El mercado financiero peruano tampoco es que esté muy desarrollado y aunque así fuera, ¿Qué banco peruano va a financiar a una empresita de 100 M€, que allí no la conoce nadie, en una aventura así? Si sale mal, ¿de dónde cobra el banco? ¿de la peruana que ha salido mal o de la española? En el segundo caso vete a España con su ley concursal (de la que en Perú como es lógico no saben nada) a reclamar el pago de ¿cuánto? ¿10 millones de euros? Casi mejor se lo prestan a cualquier *bluechip* de los que están invirtiendo por allí. O, si se trata de conseguir un buen retorno, comprar deuda pública española al 6 o al 7%, que está también muy bien y es una operación mucho más fácil y segura.

Podemos ir a un fondo de capital riesgo. Supongamos que la empresa española tiene un valor de por ejemplo 100 Millones de euros (en el 2006 la misma empresa valía 200... pero esa época pasó). El fondo podría tomar una participación del 10%, lo que no le gusta nada porque normalmente tiene vocación de control (primer escollo) pero para garantizarse su retorno exigirá al resto de accionistas que (i) le garanticen la compra de sus acciones con un retorno esperado si las cosas van bien de, mínimo, el 25% (segundo escollo) y/o (ii) que le permita al cabo de unos años obligar al 100% (mínimo al 51%) de los accionistas a vender su participación (tercer escollo). Vamos mal. El fondo seguramente le dirá también, si la empresa les gusta, que es mejor que vendan el 51% (al precio de 100 millones, claro) y los accionistas (dueños de una de las pocas empresas españolas que van bien) dirán que ni locos. Así que la solución más viable es comprar algo de 50 millones, ampliando capital con la entrada de un fondo. En este ejemplo el empresario debe aceptar (i) ceder el control a un financiero, (ii) hacerse con un "pipeline" de oportunidades que supongan multiplicar por 1,5 en 1 o 2 años, (iii) asumir que ese crecimiento es absorbible por la compañía, (iv) diluirse a un precio, que en su fuero interno cree totalmente injusto y (v) enfrentarse a tener que comprobar que era injusto cuando el fondo venda su parte. Todo esto sin contar con las complicaciones normales de cualquier operación, agravadas por el hecho de que el objetivo se encuentra en otro país, con regulación diferente, mercado desconocido...

Estando así las cosas es fácil entender por qué la solución de salir fuera no está siendo tan popular como algunos querríamos. Esto está cambiando, pero no se va a arreglar en el corto plazo.

-Empresas con mayor contenido tecnológico (I+D+i) que compiten en nuevos mercados.

Este tipo de empresa en España suele ser pequeña y el acceso al crédito se ha restringido en los últimos años casi exclusivamente a capital riesgo (más concretamente capital semilla) y business angels. Este tipo de inversores sí han permanecido activos en los últimos años en España y hay un buen número de iniciativas que buscan profesionalizar y organizar el mercado de financiación a proyectos emprendedores. La dificultad aquí para el empresario se encuentra en que la crisis ha propiciado una gran profusión de emprendedores, lo que ha facilitado que los inversores puedan ser extremadamente selectivos en sus proyectos.

-Empresas con proyectos de internacionalización y modernización a las que la crisis les ha cortado en seco su desarrollo.

Estas yo las metería en el primer grupo. La situación es muy parecida.

¿EXISTE UNA DEMANDA DE COMPRA DE ACTIVOS EMPRESARIALES ESPAÑOLES?

**Lo que para nosotros puede ser un problema puede que para otros sea una oportunidad.
¿Podemos afirmar eso?**

Efectivamente, esa demanda existe. La dificultad está en el diferencial de expectativas en precio. El inversor que está dispuesto a invertir en España lo hace porque cree que va a encontrar activos de calidad en manos de accionistas en mala situación financiera. La teoría es buena, sin necesidad de

señalar a nadie seguro que a todos se nos ocurre el nombre diez entidades financieras, constructoras o grupos con patrimonio diversificado que se pueden ver en la necesidad de liquidar activos, casi a cualquier precio, para poder resolver sus otros problemas. Sin embargo, en la práctica lo que ha ocurrido en muchísimos casos es que los vendedores no han querido tomar la iniciativa, lo que en muchas ocasiones les ha llevado a situaciones mucho peores. Muchos creemos que quedan unos años en los que inversores extranjeros se van a hacer con empresas españolas a precios de ganga, siendo esta la solución (muchas veces solo parcial) para acreedores y empleados, a costa, eso sí de importantes reconocimientos de pérdidas por parte de los accionistas.

¿Existe en los mercados internacionales una oferta crediticia convencional tal que determinadas empresas españolas puedan sustituir a sus tradicionales fuentes financieras españolas hoy cerradas o debemos concluir que el cierre crediticio para la empresa española es global?

La verdad es que el crédito está bastante cerrado a estas empresas, no tanto, a mi juicio, por ser españolas, sino por su tamaño. La gran empresa sí tiene acceso a los mercados secundarios de deuda y los está utilizando. El panorama para las pequeñas y medianas es mucho más difícil en este sentido.

¿Puede activarse una demanda de empresas españolas bien dotadas financieramente o internacionales hacia la compra de empresas españolas?

Sí y en eso estamos trabajando. Se trata como he dicho antes de estrechar los diferenciales de expectativa de precios: reducir la de los vendedores (hasta que entiendan que aquellos tiempos no volverán) y aumentar la de los compradores (hasta que entiendan que la cosa no está tan mal).

¿En qué sectores, para qué formatos de empresa?

Como he dicho antes, lo más evidente sería empresas solventes y un plan de negocio viable cuyos accionistas son empresas o entidades insolventes que puedan utilizar los fondos obtenidos para, precisamente resolver sus problemas. En la práctica esto seguramente ya no exista, o queden muy pocas, bien porque la crisis haya provocado ya caída de ventas y rentabilidad, bien porque los accionistas hayan “contagiado” a sus filiales, cortándoles la iniciativa (hasta ver qué pasa), no dando financiación a nuevos proyectos o directamente pasándoles deuda de otras sociedades enfermas (de esto también hay). En este contexto estamos viendo empresas de diversos sectores con patrones que se repiten: muchas veces el problema (quiero decir, la oportunidad) se encuentra en que las instalaciones no están a plena capacidad, lo que origina pérdidas; probablemente la compañía podría aumentar la producción y existe demanda para ello, en cambio las necesidades de financiación de circulante, acompañadas normalmente de un alto endeudamiento, impiden a la compañía crecer. La solución pasaría por una inyección de capital que claramente podría hacer un comprador, si este puede además potenciar las ventas, miel sobre hojuelas. Normalmente el vendedor debe asumir un precio de venta extraordinariamente bajo que, si el nivel de deuda es alto podría llegar a ser negativo, lo que implicaría abrir una negociación con los bancos para comprar la empresa por un euro y que estos aceptasen una quita. Este tipo de situación se repite bastante y no es única de ningún sector: pasa en la industria alimentaria, infraestructuras, energía, transporte, sanidad, hostelería, distribución, empresas industriales...

EL MERCADO ESPAÑOL DE LAS F&A

Acostumbrados como estábamos pocos años atrás a la exuberancia de operaciones corporativas que se anunciaban diariamente en España parecería que en estos momentos apenas se cierran operaciones de compra y venta de empresas en nuestro país.

¿Es esto así o más bien podemos hablar de un mercado en la sombra con poco interés en ofrecer luz sobre su realidad?

No, lo cierto es que se cierran menos operaciones. El hermetismo en el mercado siempre ha existido, y los motivos son variados: desde que el vendedor no quiere que se sepa que ha recibido una importante suma hasta por ejemplo la potencial pérdida de valor de una marca si “se descubre” que detrás ahora está un antiguo competidor, un fondo... Muchas veces, no es que la información se oculte, los que nos dedicamos a esto solemos enterarnos, es que no se da (salvo en los casos que interesa, claro) demasiada publicidad y los medios no siempre están atentos.

¿Podemos hablar de cifras para este mercado?

Claro. En 2011 se cerraron en España entre 700 y 800 operaciones con un valor total de 60.000 millones de euros. Esto incluye operaciones en las que una de las tres partes (comprador, vendedor o empresa objetivo) era española. De este importe aproximadamente la mitad se concentra en 20 operaciones, el resto cubre un rango que va de 1 o 2 millones a 800. De 2012 todavía no hay estadísticas, pero llevamos a final de noviembre unas 500 y supongo que el importe será algo inferior al del año pasado. Uno podría pensar que son cifras que no están mal, lo son si se compara con por ejemplo los 160.000 millones del 2007.

¿Existe preocupación o interés en las administraciones públicas por la promoción de estas herramientas de gestión corporativa vía incentivos fiscales o subvenciones?

Yo creo que las administraciones públicas están más preocupadas por otras cosas y seguramente con razón. En teoría el cambio de manos de una empresa crea valor y riqueza. Los antiguos accionistas ya no podían o no querían dar más de sí a la empresa y el nuevo dueño la adquiere precisamente porque tiene la voluntad y capacidad de hacerlo. El papel de la administración y las ayudas, en su caso, deberían estar más enfocadas a propiciar las sinergias si las hubiera de una manera específica, no a facilitar el cambio de manos en sí mismo. Por ejemplo hay compradores que buscan solo “despiezar” las empresas, despedir a los empleados y vender los activos; tendría gracia que recibieran ayudas públicas.

¿Cómo funciona el mercado de las F&A en estos momentos: agentes, departamentos bancarios, consultores especializados?

Los profesionales de esto los podemos clasificar en tres grandes grupos: asesores financieros, abogados y consultores especialistas en *due diligence* (contable, fiscal, legal, medioambiental, de áreas específicas de

negocio...). En la práctica son actividades muy claramente diferenciadas. El asesor financiero tiene la doble función de gestionar todo el proceso (preparación documentación, gestión del intercambio de información, coordinación equipos de trabajo...) y de asesorar en materia financiera (precio, implicaciones para accionistas y acreedores, estructura operación...). Este trabajo lo solemos hacer bancos de inversión, consultoras especializadas (boutiques de M&A) y departamentos especializados de consultoras generalistas. Aunque como en todo hay excepciones, en general el nivel de profesionalidad es bastante alto.

La parte de asesoramiento legal la hacen, claro, abogados. No vale cualquier abogado, ha de ser alguien con cierta especialización. Una operación de este tipo siempre incorpora riesgos, el abogado inexperto buscando lo mejor para su cliente puede, por desconocimiento, cargarse una operación si no es capaz de transmitir a su cliente absoluta seguridad en lo que hace.

Los asesores especializados en *due diligence* suelen ser firmas de auditoría y despachos de abogados, ambos encuentran bastantes sinergias con el resto de actividades de sus empresas.

EL PROCESO DE VENTA O FUSIÓN CORPORATIVA DESDE EL PUNTO DE VISTA DEL EMPRESARIO

Por último, debemos hablar de los pasos que los empresarios españoles deberían dar para acercarse a estos escenarios corporativos tan especializados.

¿Cuándo ha llegado el momento de explorar las posibilidades de la venta de una empresa?

El mejor momento para vender una empresa es cuando esta va bien y además existe alegría en los mercados. En estos tiempos en España no se suelen dar ninguna de las dos condiciones, y por eso el mercado está como está.

Los motivos que suelen llevar a la venta de la empresa son, en mi experiencia:

- Problemas de sucesión y familiares. La casuística aquí es variadísima (empresarios sin herederos, herederos que no quieren o que no pueden seguir, peleas entre socios, peleas familiares, peligro de peleas...) y siendo casi siempre fáciles de prever, no deja de sorprenderte el número de veces que se llega a situaciones dramáticas solo por no haber tomado las medidas para resolver la situación.
- Cambio de estrategia del grupo. En grandes grupos a veces pasa y suele tratarse de operaciones fáciles en el sentido de que las decisiones se toman sin demasiada pasión, la información suele estar ordenada, el precio está casi siempre en mercado...
- Rotación de cartera. Esta es la típica situación de participadas de capital riesgo que pasado un plazo deben desinvertir. Lo normal en la actualidad es que los fondos estén alargando sus periodos de inversión, esperando a que lleguen tiempos mejores, aunque es cierto que el inversor profesional está siendo más activo también en salirse.

- Ofertas extraordinariamente buenas. Esto ya no pasa (o yo no lo he visto) hace por lo menos 4 años y los que vendieron así supongo que estarán dando gracias a Dios todos los días. En algunos casos, sobretodo en el caso de fondos, los mismos empresarios vendedores están recomprando las empresas (en condiciones mucho peores, todo hay que decirlo) a precios que son una fracción de lo que ellos recibieron.
- Mala situación financiera de los dueños que necesitan el dinero o de la propia compañía que se vende. Este es el caso más habitual hoy en día. Se trata de operaciones largas, difíciles, que exigen normalmente el acuerdo de bastantes partes para el reparto de la pérdida (accionistas, bancos, proveedores y empleados) y que, todo hay que decirlo, en la mayoría de los casos salen mal. La decisión normalmente se toma tarde y eso hace que la empresa se encuentre deteriorada no solo financieramente, también en su gestión, pues es muy habitual que el equipo directivo y el resto de empleados se encuentren desorientados y desanimados lo que normalmente agrava la situación y dificulta la solución.

¿Cómo evaluar y realizar un proyecto de acercamiento a estos mercados?

La venta de una empresa, en contra de lo que mucha gente cree, es un proceso bastante estándar. Esto no lo hace en absoluto sencillo: la cantidad y variedad de información que se maneja; las implicaciones que tiene (financieras, de modelo de negocio, fiscales, laborales, de organización...) en el comprador, vendedor y *target*; los intereses en juego (comprador, vendedor, *target* y sus respectivos accionistas, acreedores, empleados...); la importancia de los importes que se manejan... hacen que se trate de procesos extraordinariamente complejos. Precisamente por este motivo con el tiempo, el proceso se ha ido normalizando, siguiendo en la gran mayoría de los casos una serie de fases que están diseñadas de tal forma que el comprador va accediendo a cada vez más información, disminuyendo progresivamente el riesgo que asume y aumentando su compromiso y el vendedor va, del mismo modo, dando acceso a cada vez más información, reduciéndose (fruto del creciente compromiso del comprador) progresivamente el riesgo que asume al facilitarla.

En este contexto se entiende la importancia de contar con ayuda especializada desde el primer momento, la labor de un asesor financiero que ayude a la empresa a estar preparada y se ocupe de la gestión del proceso. Lo primero que hará el asesor será evaluar la viabilidad de la operación teniendo en cuenta la viabilidad de la compañía, el encaje estratégico con posibles compradores, el realismo de las expectativas de precio. El siguiente paso será testear el mercado, lo que normalmente puede hacerse de manera bastante controlada, aunque siempre existe riesgo de que la noticia o el rumor se filtre, si existe un tercero llevando la venta. El siguiente paso abre la negociación.

¿Exploramos primero a los más cercanos, a los mejores clientes, a los competidores y lo hacemos por nuestros medios?

No, por favor.

Es habitual que a los asesores financieros se nos vea como personas bien relacionadas, cercanas al dinero y con acceso a información privilegiada sobre quien está interesado en comprar qué. Esto es verdad sólo hasta cierto punto y solo en el caso de fondos especializados en fusiones o adquisiciones o

empresas de cierto tamaño que son compradores recurrentes. En cambio en el *mid market*, y más en un entorno global, no es posible tener ese tipo de conocimiento, salvo en el caso de profesionales extraordinariamente especializados en algún sector concreto. El trabajo del asesor financiero en una venta no es solo encontrar posibles compradores, es sobre todo llevar el proceso a buen fin, gestionando el traspaso de información, mediando en las negociaciones, anticipándose y evitando los obstáculos, etc.

El comprador más probable de una empresa es en un porcentaje altísimo alguien que cualquiera que la conozca se hubiera imaginado desde el principio: el competidor con el que más veces te pegas, un proveedor para el que supones una diversificación que le da salida clara al mercado, el fabricante de algún producto complementario... Cuando un posible cliente te dice que ya ha intentado con los “sospechosos habituales” y te llama porque ninguno quiere, lo normal es que rechaces el encargo. Un primer acercamiento mal planteado se carga la operación, y una oportunidad descartada (sea por el motivo que sea) se convierte en una apuesta perdedora que es difícilísimo levantar.

¿Cómo saber si contar o no contar con los equipos directivos y/o el personal?

Mi consejo suele ser contar con el equipo directivo y el personal lo menos posible. La venta de la empresa abre una brecha entre empresario y directivo difícil de abordar. Imaginemos la siguiente situación:

- Desde la perspectiva del directivo el empresario vende y “traiciona” a su equipo que le ha apoyado y dado valor estos años, para ello intenta convencer al comprador de un prometedor plan de negocios. El plan de negocios por supuesto ha de ser ejecutado por el equipo directivo, condicionando el devengo de su remuneración variable. Si en la venta y posterior fusión se solapan funciones y se prevén despidos, la cosa se agrava.
- Desde la perspectiva del empresario, el directivo es un desagradecido que, ahora que llega el momento de recoger los frutos de tantos años de trabajo, se resiste a comprometerse a un plan de negocio. No digamos nada si hay de por medio un intento de “*management buy out*” (compra de la empresa por parte del equipo directivo).

No siempre se llega a un conflicto como éste, pero el riesgo de que ocurra es demasiado alto y las consecuencias malas para todos. Lo habitual es permitir al comprador ver al equipo directivo sólo cuando la operación ya está muy perfilada y la *due diligence* iniciada, siguiendo una política de hechos consumados. Sé que no es un escenario muy agradable, sobre todo para los directivos, pero sí es bastante realista.

¿Hay una agenda básica, un estándar de comportamiento que nos permita proyectar un plan de acercamiento a los mercados de F&A?

Si lo hay:

- El primer paso es un tanteo previo a un número más o menos amplio de posibles interesados. Se trata de enviar una información básica en la que a ser posible no se pueda identificar a la

empresa pero sí la información más relevante para atraer el interés y verificar si tiene sentido una operación.

- A los interesados en profundizar, que suelen conformar ya una lista corta (de entre 2 o 3 a máximo 10), se les envía, previa firma de un acuerdo de confidencialidad, un Memorando informativo en el que se describe la empresa y se da información suficiente para que los posibles compradores formulen una oferta indicativa en la que se fija un precio (o una fórmula para su cálculo) y los procedimientos necesarios para poder hacer una oferta firme y ejecutar la transacción.
- Tras una negociación si las cosas van bien firma un acuerdo de intenciones que da conformidad a la oferta indicativa, normalmente con variaciones... para eso se negocia.
- La firma del acuerdo de intenciones abre un periodo de verificación por parte del comprador (la famosa *due diligence*) en el que éste se asegura de que lo que decía el Memorando informativo es cierto y además se realiza un análisis más o menos pormenorizado de los riesgos que supone la compra (de negocio, financieros, legales, fiscales, medioambientales, laborales...)
- Realizada la *due diligence*, se inician las negociaciones del contrato de compraventa y casi siempre bastantes contratos complementarios (por ejemplo alquileres de inmuebles si estos no se venden, periodos transitorios de gestión...)
- Si todo sale bien, en España desde luego, al final suele haber una comida o cena donde es habitual beber mucho.

¿Quién nos puede ayudar y quién nos puede hacer la puñeta en un mercado aparentemente tan poco transparente y tan difuso?

No te puede ayudar nadie. Y del único que puede (y lo va a hacer), no te fías porque es el comprador (están los asesores, abogados, bancos, etc., que, claro, te van a ayudar, pero esos no los cuento, para eso les pagas).

Cuando el accionista es un fondo o un grupo de empresas es distinto, pero en el caso más habitual que en España es todavía el del empresario persona física que vende su negocio, en el momento de la venta está solo. Normalmente su familia no quiere meterse, bien porque pasan, bien porque, en la mayoría de los casos, se dan cuenta de lo delicado de la situación y nadie da un paso adelante para evitar crearse un problema con sus hermanos, sus padres... Del equipo directivo ya no te puedes fiar, porque te das cuenta de que de alguna manera les estás traicionando, quedan los amigos abogados y "*hombres buenos*" de toda la vida, que, si no son expertos en la materia, no se atreven dada la complejidad del asunto a nada que no sea aconsejar contratar a este o aquel asesor. Así que estás solo.

La puñeta te la puede hacer y te la hace casi todo el mundo. Los competidores con el "*¿esos? si están en venta*", los proveedores que no se fían, los clientes que de pronto te cambian las condiciones, si tienes accionistas minoritarios, todos ellos; los empleados, que están preocupados; el banco, que si puede

bloquear la operación lo hará para justificar alguna comisión por novación, cambio de accionista, etc.; la administración pública, cómo no, etcétera (lo pongo largo adrede).

¿Cómo se trabaja normalmente con los consultores de F&A: plan de trabajo, costes fijos, comisiones de éxito?

El trabajo del asesor tiene una doble vertiente:

- Asesoramiento. Se trata aquí de servir de apoyo en la toma de decisiones: precio, momento, número de candidatos, diseño del proceso, análisis de ofertas... El valor descansa sobre la especialización y la experiencia del asesor.
- Gestión. Incluye la preparación de la información, la *circularización* de documentación, la coordinación de los equipos de trabajo, la gestión de la agenda del proceso, etc. y por otra parte la labor de intermediación, que en muchas negociaciones puede convertirse en clave de la operación.

Una de las claves es que sea capaz de reducir al máximo el tiempo que dura el proceso, porque las cosas malas que pasen siempre se traducen en bajadas del precio y las buenas, nunca en subida, lo que al final puede llevar al traste la operación.

En cuanto a los honorarios, lo habitual es facturar en dos tramos: una parte fija reducida que no cubre ni los costes fijos del asesor, pero arranca un compromiso por parte del cliente y otra parte variable que sólo se cobra en caso de éxito y que cubre con creces los costes compensando el riesgo asumido. A la hora de estructurar los honorarios hay soluciones de lo más imaginativo y variado: desde la más sencilla que fija un porcentaje al precio de venta a otras más complicadas que fijan distintos tramos (crecientes o decrecientes dependiendo de si estás del lado comprador o vendedor), otras que priman la velocidad en la ejecución, otras ligadas al nivel de garantías que deberá asumir el vendedor. Yo he llegado a dejar la decisión del importe final de honorarios hasta casi el final, cuando fuera posible fijar los objetivos del cliente con mayor criterio, asumiendo un riesgo, todo hay que decirlo, insoportable, pero con un resultado bastante bueno. La clave en la elección del asesor es la confianza.

Ya por último tanto entrevistado como entrevistador damos las gracias por anticipado a todos aquellos capaces de haber llegado hasta el final y pedimos perdón a los que hemos dejado más confusos de lo que estaban. Nos conformamos con haber sido útiles a unos pocos lectores de Know Square.