

***Guía práctica para negociar una firma***

Ignacio Vélez Pareja  
ivelez@poligran.edu.co  
Politécnico Grancolombiano  
nachovelez@gmail.com  
Abril de 2006  
(Borrador en proceso)  
No citar sin autorización

## **Abstract**

Los textos financieros ofrecen múltiples opciones para valorar una firma. Pocos, sin embargo, presentan los aspectos prácticos relacionados con la negociación misma de compraventa de la firma.

En esta nota se presentan algunas sugerencias que deben ser tenidas en cuenta al comprar o vender una firma. Así mismo, se ofrece una visión muy resumida de los diferentes métodos para valorar una firma. Así mismo, se presenta un resumen de la metodología COMPASS para evaluar la productividad de la firma.

Puede parecer que hay una simetría entre lo que debe hacer el comprador y el vendedor de una firma. Sin embargo, hay algunas actividades peculiares para cada uno de estos actores.

## **Abstract**

Financial textbooks offer multiple options to value a firm. However, few of them show the practical aspects related to negotiating a firm (selling or buying a firm).

In this note we present some suggestions to be taken into account when selling or buying a firm. At the same time we present a brief review of different valuation methods. At the same time we present a summary of the COMPASS methodology to assess the productivity of a firm.

It might seem at first sight, that there is a symmetric mirroring between the seller and buyer of a firm. However, there exist some specific activities to be carried out by each of them.

JEL Classification: G31

Keywords: business plans, selling a firm, buying a firm, negotiation

## **Introducción**

Los textos financieros ofrecen múltiples opciones para valorar una firma. Pocos, sin embargo, presentan los aspectos prácticos relacionados con la negociación misma de compraventa de la firma.

En esta nota se presentan algunas sugerencias que deben ser tenidas en cuenta al comprar o vender una firma. Así mismo, se ofrece una visión muy resumida de los diferentes métodos para valorar una firma.

Puede parecer que hay una simetría entre lo que debe hacer el comprador y el vendedor de una firma. Sin embargo, hay algunas actividades peculiares para cada uno de estos actores.

## **Procesos para la compra**

### **PROCESOS PARA LA COMPRA DE UNA COMPAÑÍA**

Cómo adquirir una compañía

Compromisos y motivación

Documentación y procesos de compra. Contenido del contrato

Determinación del valor del negocio Métodos de valoración

Análisis de los resultados de la compañía. Los estados financieros

Proyección de ventas

Nuevo plan de negocios

Manejo de contingencias

Manejo del negocio de compra 20 pasos

## **Cómo comprar una compañía**

El comprador de una firma debe tener presentes algunos aspectos para preparar tal evento. Entre los principales se incluyen la definición del precio de la firma y la financiación necesaria para realizar la compra. Para más detalles haga clic [aquí](#).

## **Posibles razones para comprar un negocio**

Una de las preguntas claves que tiene que hacerse quien vende o compra es ¿por qué el otro desea hacer este negocio?

La respuesta a esta pregunta puede arrojar muchas luces para tomar una decisión acertada.

Un comprador deberá estudiar sus motivos para comprar un negocio. Asimismo, deberá estudiar las razones e implicaciones de esas razones, que tiene el que desea vender.

Algunas razones para comprar un negocio pueden ser

- Se cuenta con el dinero o cualquier otro recurso
- Desea auto realizarse
- Desea cumplir con un anhelo de muchos años
- Tiene el conocimiento
- Tiene la vocación de emprendedor
- Desea independizarse

A su vez, el vendedor tiene unas razones para vender. Tratar de entender estas razones del vendedor, pueden ayudar a lograr una mejor negociación.

## **Comprar**

La negociación de una firma exige mucho cuidado y diligencia. Hay que analizar diversos factores. Algunos de ellos son de tipo cuantitativo, otros de tipo cualitativo.

Si usted pretende comprar una empresa, debe examinar muy bien el precio que le ofrecen y cómo se llegó a este precio. Asimismo, debe examinarse cómo se va a obtener el dinero para realizar la compra.

Sin sugerir que se deba ser un experto en valoración, el comprador debe saber qué supuestos se han hecho al hacer los pronósticos de ventas y de costos.

Aquí se presentan en forma muy resumida las ideas y factores para tener en cuenta en una negociación, incluyendo algunos procedimientos que pueden guiar la transacción y la negociación.

Entre los muchos elementos para considerar en la compra de una firma, se deben tener en cuenta los siguientes:

- Por qué se desea comprar una firma.
- Cuál es la razón para invertir en un negocio.
- Ser empresario requiere de una actitud positiva a la toma de riesgos, a la creatividad.
- Se trata de una vocación y de una elección de un estilo de vida.
- Si el negocio no se conoce con anterioridad, en la negociación debe contemplarse un proceso de compra gradual, de manera que los anteriores propietarios y empleados la manejen durante un cierto período de tiempo.

Esto no sólo le sirve al comprador para aprender del negocio, sino para someter a prueba las proyecciones que los antiguos dueños hicieron de su negocio. Esto se puede lograr haciendo una compra escalonada, por ejemplo, 55% de la firma al comienzo y el resto en el curso de un año, en forma gradual.

El comprador debe definir con anterioridad un monto para su inversión. Esto le permitirá desechar con facilidad opciones no viables, por su tamaño. Este tamaño puede ser juzgado con relativa facilidad en términos del volumen de ventas o la cobertura geográfica o el número de empleados.

Con los pronósticos se debe determinar si la firma en la actualidad es o no rentable. Si no es rentable hay que examinar si se espera rentabilidad futura y a qué plazo. Pero lo más importante es verificar por qué se cree que un negocio que no es rentable en la actualidad va a serlo en el futuro. Todo esto va a influir en el precio.

Un comprador tiene derecho a exigir cierta información sobre la cual basar su decisión. La información que se puede esperar incluye:

- Una historia del negocio donde se incluyan los estados financieros de los últimos años auditados por una firma competente, de la confianza del comprador.
- Una información detallada de los objetivos y propósitos que se tuvieron cuando se creó el negocio.
- Una descripción lo más detallada posible de la forma como el negocio funciona.
- Una descripción de los activos
- Una relación y descripción calificada de los proveedores de la firma

- Una explicación de cómo son las costumbres de los negocios en el sector donde se encuentra el negocio.
- Una explicación de la posición de la firma en el mercado.
- Una descripción de la competencia
- Una descripción de la fuerza laboral, desde los cargos gerenciales hasta los niveles inferiores. Esta descripción deberá incluir el organigrama, la antigüedad, la experiencia, descripción de los cargos con los detalles de responsabilidades, habilidades requeridas y poseídas por el empleado e inclusive, su disposición a permanecer en la firma en caso de realizarse el negocio de compra.
- Identificación plena de los propietarios y origen de su capital.
- Seguros que tiene la firma.
- Contratos pendientes de entrega o negocios importantes potenciales.
- Patentes o franquicias que la firma posee
- Pasivos que usualmente no se registran como tales, sino que son contratos de arrendamientos financieros, inmobiliarios o similares.
- Compromisos laborales tales como convenciones colectivas de trabajo que impliquen compromisos de corto y largo plazo
- Descripción de todos los pasivos contingentes, incluidos pleitos o pasivos de tipo laboral, comercial, civil, penal o fiscal.

En las compras de empresas muy grandes se acostumbra a abrir un salón de información, o *data room* en inglés (ver abajo la relación de documentos e información que se debe presentar). En este sitio se hace lo que se conoce en inglés como *due diligence*

(examen exhaustivo en materia legal, laboral, tributario y comercial y en general todo lo jurídico).

### **Posibles razones para vender un negocio**

Una de las preguntas claves que tienen que hacerse quienes venden o compran una firma es ¿por qué el otro desea hacer este negocio?

La respuesta a esta pregunta puede arrojar muchas luces para tomar una decisión acertada.

El dueño de un negocio puede vender por una gran variedad de razones:

- Porque se desea retirar
- Porque hay problemas entre los socios
- Desilusión, cansancio o frustración alrededor del negocio
- Retiro, muerte o enfermedad de alguno de los socios principales
- Retiro, muerte o enfermedad de alguno de los directivos de la empresa
- Porque la compañía llegó al límite de sus posibilidades de crecimiento y el despegue implica mucho dinero
- Porque la firma está perdiendo dinero
- Porque el producto o servicio perdió vigencia y no hay quien lidere un cambio
- Por decisiones personales de salir del país

Si las razones para que el vendedor desee deshacerse de su negocio son las que se mencionan en Compromiso y motivación para vender, el comprador deberá explorar con cuidado las consecuencias de las causas por las cuales se desea vender.

- Porque se desea retirar.

Quienes desean retirarse probablemente han planeado con cuidado esta decisión y es posible que la firma esté en un buen momento. Puede ser una buena compra y habrá que negociar con astucia. Se pierde un posible know how que difícilmente se aprovecharía en la firma una vez negociada.

- Porque hay problemas entre los socios

Esto puede ser un mal indicio. Estas situaciones pueden haber llevado a la firma a una situación de desgüeño administrativo y falta de atención en su administración.

- Desilusión, cansancio o frustración alrededor del negocio

Estas razones pueden indicios favorables o desfavorables. Si es cansancio, puede ser que el negocio sea próspero. Las demás razones podrían indicar un desempeño poco deseable del negocio.

- Retiro, muerte o enfermedad de alguno de los socios principales

Esta razón puede no implicar un deterioro del negocio, a menos que haya ocurrido hace un tiempo considerable. Conviene investigar si el hecho ocasionó deterioro en la administración del negocio.

- Retiro, muerte o enfermedad de alguno de los directivos de la empresa

Al igual que el anterior, conviene investigar la situación interna de la empresa a raíz de este hecho. En ambos casos, vale la pena indagar si no hay cuadros directivos capaces de liderazgo efectivo dentro de la firma.

- Porque la compañía llegó al límite de sus posibilidades de crecimiento y el despegue implica mucho dinero

Hay que mirar los estados financieros y las proyecciones de ventas. Si hay previsto un cambio que despegue la firma con nuevos productos, nuevos mercados, eso deberá reflejarse en las proyecciones, no sólo en cuanto a crecimiento de ventas sino en las inversiones necesarias.

- Porque la firma está perdiendo dinero

Hay que ser muy cuidadoso en este caso. ¿Se debe a pérdidas de mercado? ¿A una estrategia equivocada de mercadeo y ventas? ¿A un mal producto o servicio? ¿A una inadecuada gestión administrativa o financiera?

- Porque el producto o servicio perdió vigencia y no hay quien lidere un cambio

En este caso, el comprador deberá analizar si él o ella son las personas adecuadas para liderar este cambio o si se cuenta con un gerente que lo haga con eficiencia.

- Por decisiones personales de salir del país. Hay que investigar qué tipo de razones hay detrás de esta decisión.

Nunca se insistirá lo suficiente: hacer empresa requiere un estilo de vida, una actitud especial para asumir riesgos, ser innovador y persistente. No solo hay que tomar la decisión basado en cifras. Es una decisión muy personal que implica un modo de vida.

A su vez, el comprador tiene unas razones para comprar. Tratar de entender estas razones del comprador, pueden ayudar a lograr una mejor negociación.

### **Los Estados financieros**

Conviene que el comprador, sin ser necesariamente un especialista en finanzas, conozca sus elementos. Los estados financieros más importantes son: El Balance General

BG, el Estado de Resultados o Pérdidas y Ganancias PYG y el Flujo de Tesorería FT. Asimismo, debe analizar otros aspectos que no se presentan en los estados financieros.

### **Balance General**

El Balance General es una relación de los bienes y derechos que posee una firma (Activos), los montos de las deudas y obligaciones con terceros (Pasivos) y el remanente, que es la diferencia entre los dos y se conoce como Patrimonio, es decir, lo que les pertenece a los dueños. Este informe mide la riqueza de la firma.

La relación entre estos grandes grupos -Activos, Pasivos y Patrimonio- es la misma relación de la partida doble:

$$\text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Patrimonio}$$

### ***El Estado de pérdidas y ganancias o estado de resultados***

Este informe se conoce también en el lenguaje “familiar” o cotidiano como P y G. El desarrollo de la actividad de una empresa, indica qué bienes o servicios vendió, cuánto le costaron a la firma los bienes o servicios que entregó a sus clientes, cuánto le costó mantener la organización para desarrollar su actividad y cuánto fueron las utilidades que le quedaron a los socios o dueños de la firma. El Estado de Resultados o de Pérdidas y Ganancias, refleja la actividad económica de una firma en un determinado período de tiempo. Este informe muestra la utilidad. La utilidad se puede indicar, en su forma más general, como:

$$\begin{aligned} &\text{Ingresos por Ventas (Facturación)} - \text{Costos y Gastos} - \text{Depreciación} - \text{Impuestos} \\ &= \text{Utilidad} \end{aligned}$$

### ***Razones financieras y análisis vertical y horizontal***

Una forma de analizar los estados financieros es calcular las razones financieras y compararlas con las del sector. Las razones financieras se han dividido en cuatro tipos, para medir diversas situaciones que son de gran importancia en la vida económica de la empresa. Las principales herramientas para hacer este análisis son:

- Razones de liquidez: miden la capacidad de pago que tiene la empresa.
- Razones de actividad: miden la efectividad y eficiencia de la gestión, en la administración del capital de trabajo.
- Razones de endeudamiento o apalancamiento: muestran la cantidad de recursos que son obtenidos de terceros para el negocio.
- Razones de rentabilidad: miden la capacidad de generación de utilidad por parte de la empresa.
- El Análisis Vertical
- El Análisis Horizontal
- Análisis de productividad

### ***Las Razones de Liquidez***

Estas razones miden la capacidad de pago que tiene la empresa en el corto plazo, en cuanto al dinero en efectivo de que dispone, para cancelar las deudas.

Son fundamentalmente dos: la **razón corriente** y la **razón o prueba ácida**.

### ***Las Razones de Actividad***

Las razones de actividad miden la rapidez con que las cuentas por cobrar o los inventarios se convierten en efectivo. Son un complemento de las razones de liquidez, ya que permiten precisar aproximadamente el período de tiempo que la cuenta respectiva (cuenta por cobrar, inventario), necesita para convertirse en dinero. Miden la capacidad que tiene la gerencia para generar fondos internos, al administrar en forma adecuada los recursos invertidos en estos activos.

Son fundamentalmente las siguientes: la rotación de inventario, la rotación de las cuentas por cobrar, período promedio de pago a proveedores, la rotación de activos totales, la rotación de activos fijos y el ciclo de caja.

### ***Las Razones de Endeudamiento***

Estos indicadores permiten conocer qué tan estable o consolidada se muestra la empresa observándola en términos de la composición de los pasivos y su peso relativo con el capital y el patrimonio. Se mide también el riesgo que corre quién ofrece financiación adicional a una empresa y determina igualmente, quién ha hecho el mayor esfuerzo en aportar los fondos que se han invertido en los activos: si lo ha hecho el dueño, o si es un esfuerzo de "terceros". Muestra el porcentaje de fondos totales que han sido proporcionados, ya sea a corto o mediano plazo. Se debe tener claro que el endeudamiento es **un problema de flujo de tesorería** y que el riesgo de endeudarse consiste en la habilidad que tenga o no la administración de la empresa para generar los fondos necesarios y suficientes para pagar las deudas a medida que se van venciendo.

Las razones más utilizadas son la estructura de capital, el endeudamiento, las veces que se ganan los intereses pagados y la cobertura de gastos fijos:

### ***Las Razones de Rentabilidad***

Estas razones miden el rendimiento de la empresa en relación con sus ventas, activos o capital. Es importante conocer estas cifras, ya que la empresa necesita producir utilidad para poder existir. Estos indicadores son de mucho uso, puesto que proporcionan orientaciones importantes para dueños, banqueros y asesores, ya que relacionan directamente la capacidad de generar fondos en la operación de corto plazo de la empresa. Todos los indicadores están diseñados para evaluar si la utilidad que se produce en cada período es suficiente y razonable, como condición necesaria para que el negocio siga marchando.

Cuando estos indicadores reflejen cifras negativas, estarán representando la etapa de desacumulación que la empresa está atravesando y que afectará toda su estructura al exigir mayores costos financieros o un mayor esfuerzo de los dueños, si se quiere seguir manteniendo el negocio.

Los indicadores de rentabilidad son muy variados, los más importantes y que se estudian aquí son: la **rentabilidad sobre el patrimonio**, **rentabilidad sobre activos totales** y **margen neto sobre ventas**.

### ***El Análisis Vertical***

Si se analiza un Estado de Pérdidas y Ganancias en términos porcentuales, en relación con las ventas, -análisis llamado vertical- se pueden calcular indicadores de

utilidad, que inclusive pueden servir como punto de referencia para decidir acerca de negocios aislados. Por ejemplo, el margen bruto es uno de ellos (este porcentaje es el que corresponde a la utilidad bruta sobre ventas). Si se conoce el punto de equilibrio de una firma -que se calcula utilizando el margen bruto del negocio y su cálculo se ilustra más adelante- y se sabe que ya superó ese nivel de ventas, se pueden realizar negocios aislados atendiendo sólo el margen bruto que éste produce. Por ejemplo, se puede aceptar un negocio propuesto por un vendedor, aunque su margen bruto individual no supere el margen bruto estándar o esperado. O viceversa.

### ***Análisis Horizontal***

El propósito de este análisis es examinar el comportamiento (crecimiento o descenso) de las partidas de los estados financieros. Se calcula entonces el porcentaje en que han cambiado los diferentes rubros. Los indicadores del análisis horizontal, se calculan dividiendo el dato del año más reciente, entre el dato correspondiente del año anterior y restándole 1. Por medio del análisis horizontal se puede estudiar el comportamiento de un rubro en particular e identificar por medio de otro tipo de análisis (causas externas o internas), los orígenes de estas variaciones. Algunos de estos análisis se pueden hacer alrededor de la historia de la empresa, capacidad de la gestión empresarial y el proceso de acumulación del capital productivo en la empresa.

### ***Análisis de Productividad***

Con base en los estados financieros se puede medir la productividad de la firma. En general, la productividad se define como

$$Productividad = \frac{Producción}{Insumos} \quad (1)$$

Producción es los bienes o servicios ofrecidos o producidos por la firma. Se puede medir en términos del valor comercial de las unidades o en términos del valor agregado. Incluye lo que ha vendido la firma más lo que ha producido y permanece como inventario (producto terminado y en proceso). Los insumos son lo que la firma requiere para tener la producción. En los insumos se incluyen la mano de obra, las materias primas, la energía, el capital invertido, inclusive el capital intangible como el *know-how* y la experiencia gerencial del equipo que maneja la firma.

Con esto se mide qué tan efectiva ha sido la utilización de los recursos que la firma usa para producir los bienes o servicios que ofrece.

Para medir la productividad se define el valor agregado. En este contexto, el valor agregado es todo aquello que se le añade a los insumos que se adquieren para llegar al producto o servicio final. Los insumos que se adquieren son las materias primas y los servicios que se compran y se califican como insumos intermedios.

Para el cálculo del valor agregado se pueden adoptar dos enfoques: el método de substracción y el de adición.

El método de substracción consiste en restar de la producción los insumos y servicios adquiridos, así

$$\text{Valor agregado} = \text{Producción} - \text{Materiales y servicios comprados} \quad (2)$$

El método de adición consiste en calcular el valor agregado sumando los términos que lo componen, así

Valor agregado

= Utilidad operacional + intereses pagados + Impuestos + Mano de obra + Depreciación (3)

### ***Medidas de productividad***

Así como vimos algunas razones financieras, en la medida de la productividad podemos utilizar un esquema similar. Los indicadores de productividad se pueden clasificar en indicadores de competitividad, productividad de la mano de obra, productividad del capital, intensidad de la utilización del capital, eficiencia de procesos, rentabilidad, rentabilidad de la operación del negocio, de los componentes de los insumos totales y otros.

No vamos a ser exhaustivos en la definición de todos los indicadores de cada categoría. El lector interesado debe referirse a *National Productivity Corporation*, 1994. El documento publicado por esta institución se conoce como la metodología COMPASS.

### ***Competitividad***

Estos indicadores miden la productividad de la mano de obra. Incluyen el valor agregado por costo laboral, costo laboral por empleado, costo unitario laboral y valor porcentual de la mano de obra sobre los insumos totales.

Dos de los indicadores mencionados son

$$\text{Valor agregado por mano de obra} = \frac{\text{Valor agregado}}{\text{Costo laboral}} \quad (4)$$

Este indicador muestra qué tan competitiva es la firma en términos de mano de obra. Un valor bajo indica baja competitividad. Para una firma con alta tecnología, por ejemplo, se espera que este indicador fuera alto.

$$\text{Costo laboral por empleado} = \frac{\text{Costo laboral}}{\text{No. de empleados}} \quad (5)$$

Mide la remuneración promedio de los empleados.

### ***Productividad de la mano de obra***

Mide el desempeño de la firma en términos de productividad de la mano de obra. Para medir la productividad de la mano de obra se pueden utilizar dos indicadores: el valor agregado por empleado y la producción por empleado.

$$\text{Valor agregado por empleado} = \frac{\text{Valor agregado}}{\text{No de empleados}} \quad (6)$$

Nos indica la cantidad de valor agregado que se produce en promedio, por empleado. Hay varios factores que pueden influir en este indicador, tales como, eficiencia en la administración, actitudes de los empleados, efectos de cambios de precio y la demanda de los productos. Mientras más alto, mejor. Un indicador bajo puede reflejar un alto nivel de materiales y servicios comprados en el proceso, desperdicio de tiempo y de materiales y/o remuneración inadecuada.

### ***Productividad del capital***

Este indicador muestra la utilización del capital y su eficiencia. Los indicadores para medir esta productividad son el valor agregado por activos fijos y la rotación del capital definida como producción total sobre activos fijos.

$$\text{Valor agregado por activos fijos} = \frac{\text{Valor agregado}}{\text{Activos fijos}} \quad (7)$$

Este indicador muestra el grado de utilización de los activos tangibles fijos. Mientras más alto, mejor.

### ***Intensidad de la utilización del capital***

El grado de intensidad de utilización del capital está dado por el valor de los activos fijos por empleado.

$$\text{Activos fijos por empleado} = \frac{\text{Activos fijos}}{\text{No de empleados}} \quad (8)$$

Este indicador muestra si la firma es intensiva en capital o en mano de obra. Un valor alto indica intensidad de capital; un valor bajo indica intensidad en mano de obra.

### ***Eficiencia de procesos***

Nos muestra qué tan eficiente es la firma al utilizar sus recursos productivos, esto es, mano de obra, activos fijos y capital, para generar valor agregado.

$$\text{Eficiencia del proceso} = \frac{\text{Valor agregado}}{\text{Insumos totales} - \text{materiales y servicios comprados}} \quad (9)$$

Este indicador mide la eficiencia y la efectividad del proceso y se afecta por las técnicas de producción utilizadas y las habilidades de la gerencia y de la mano de obra. Mientras más alto, mejor.

### ***Rentabilidad***

Se mide como el excedente por unidad de producción total. Mide la proporción de la utilidad operacional sobre el total producido.

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Utilidad operacional}}{\text{Producción total}} \quad (10)$$

Este indicador mientras más alto es mejor.

### ***Rentabilidad de la operación del negocio***

Esta rentabilidad se puede medir con los retornos sobre activos o con la producción total sobre los insumos y mide el desempeño en términos de retorno económico.

$$\text{Retorno sobre activos} = \frac{\text{Utilidad operacional}}{\text{Activos fijos}} \quad (11)$$

Para este indicador también se aplica que mientras más alto es mejor.

$$\text{Productividad total} = \frac{\text{Producción total}}{\text{Insumos totales}} \quad (12)$$

### ***Los componentes de los insumos totales***

El análisis de la productividad debe incluir otros factores que permitan descubrir dónde se puede originar el comportamiento. Entonces conviene explorar los porcentajes de los diferentes insumos sobre el total. Los diferentes insumos, ya se dijo, son los materiales,

la depreciación, los servicios tales como agua y electricidad y otros costos. Para el caso de los materiales consumidos se tiene:

$$\% \text{ de materiales consumidos} = \frac{\text{Materiales consumidos}}{\text{Total de insumos}} \times 100 \quad (13)$$

Un valor alto de este indicador indica que hay un valor agregado bajo.

En el caso de un alto valor del indicador para la depreciación indicaría que la empresa es intensiva en capital.

### ***Otros indicadores de productividad***

Se puede evaluar el nivel de productividad de la firma examinando la proporción de los diferentes componentes del valor agregado. Por ejemplo, se puede calcular qué tanta participación tiene la mano de obra en el valor agregado.

$$\text{Participación de la mano de obra} = \frac{\text{Costo laboral}}{\text{Valor agregado}} \quad (14)$$

Un valor alto indica o una remuneración alta o una actividad intensiva en mano de obra y por lo tanto, baja utilización del capital.

Con todas estas herramientas el comprador podrá evaluar la firma que desea comprar. A su vez, el vendedor podrá evaluar qué tan bien está su empresa en términos financieros y de productividad y qué tan atractiva podrá ser para ser puesta en venta.

### ***El flujo de tesorería***

En el Flujo de tesorería se muestran todos los flujos de dinero entre terceros (clientes, proveedores y accionistas) y la firma. El flujo de efectivo a su vez, determina el estado de liquidez de la firma, o sea la cantidad de dinero con que se cuenta en un momento dado. Aquí se registran todos los ingresos y egresos que ocurren en el momento en que se reciben o se pagan. Esto es, la recuperación de cartera, que corresponde a las ventas realizadas en fechas anteriores, se registra cuando los clientes pagan los desembolsos por pago de utilidades, de intereses o de abonos a capital que se registran cuando ocurren; las prestaciones y las cuentas de los proveedores se registran cuando se pagan, aunque la materia prima y la mano de obra hayan sido utilizadas con anterioridad. El Flujo de tesorería, es el instrumento más útil para determinar y controlar la liquidez de la empresa o del proyecto. Con base en él, se establecen las necesidades de financiación, o sea si se debe prestar o no, en qué cantidades y en qué momento o cuándo se tendrán excedentes de liquidez para invertirlos en forma adecuada. También se puede decidir por ejemplo, sobre la conveniencia de modificar las políticas y exigencias en los recaudos de cartera y de pagos a proveedores. Como el Flujo de tesorería indica el nivel de liquidez -el saldo en bancos- incluye todos los ingresos por ventas y egresos del Estado de Resultados o de Pérdidas y Ganancias y además cualquier otro ingreso por otro concepto que se produzca: por ejemplo, los ingresos debidos a préstamos recibidos, inversiones liquidadas, ventas de activos etc. y los egresos debidos a pago de préstamos, intereses, utilidades o dividendos, inversiones, impuestos, etc. (observe que la depreciación no es un flujo de dinero).

Algunos elementos típicos —no se pretende ser exhaustivo— que se incluyen en un FT son:

Ingresos	Egresos
Recaudos de cartera	Pago a proveedores de bienes y servicios
Préstamos recibidos	Salarios y prestaciones
Aportes de socios	Intereses
Venta de inventarios	Amortización de deudas
Venta de activos fijos	Arriendos
Venta de otros activos en general	Gastos generales
Rendimientos de inversiones (intereses)	Publicidad
Recuperación de inversiones	Compra de activos
Anticipos de clientes	Aportes parafiscales (ISS, Cajas de compensación, etcétera)
Recaudo de IVA (está incluido en la cartera)	Utilidades o dividendos repartidos
Recuperación de préstamos a terceros	Impuestos de renta, complementarios, etcétera, incluida la restitución del IVA recibido
Ingreso de intereses por préstamos a terceros	Inversiones de excedentes

### ***Examen de estados financieros***

Aunque los estados financieros estén auditados, conviene que el comprador, sin ser necesariamente un especialista en finanzas, examine sus elementos. Las principales partidas o cuentas que se deben examinar son: Cuentas por cobrar, Inventarios, Inversiones temporales, Activos fijos (Finca raíz y Maquinaria y equipo), Cuentas por pagar, Pasivos a largo plazo, Otros pasivos y **Pasivos ocultos**.

### ***Balance General***

En el Balance General examinamos las Cuentas por cobrar, los Inventarios, las Inversiones temporales, los Activos fijos (Finca raíz y Maquinaria y equipo), las Cuentas por pagar, Pasivos a largo plazo y los Otros pasivos

### ***Cuentas por cobrar***

- Pida una lista de todas las cuentas con sus fechas de vencimiento. Haga un examen 20-80 (algunos lo llaman análisis de Pareto) para saber si existe mucha concentración en las cuentas por cobrar.
- Determine las razones por la cuales hay cuentas vencidas.
- Determine si las hay, cuentas por cobrar que estén en discusión. Asigne una probabilidad al hecho de perder esa disputa.
- ¿Las cuentas por cobrar se han dado en garantía, a un banco, por ejemplo?
- ¿La reserva de cuentas malas es una cantidad razonable? ¿Cómo se definió esa cantidad? ¿Históricamente cómo ha sido el comportamiento real de las cuentas malas?
- ¿Cuál es la política de crédito de la firma? ¿Cómo se aprueba o rechaza un cliente que solicita crédito?

### ***Inventarios***

- ¿Los inventarios están calculados con base en un conteo físico? En el caso de una firma manufacturera, ¿están divididos en material prima, producto en proceso y producto terminado?

- ¿Qué política de valoración de inventario se utiliza? ¿PEPS? ¿UEPS?
- ¿Cuál es la antigüedad del inventario? En negocios de software o alta tecnología, los inventarios caen en la obsolescencia en muy corto tiempo. En la industria de alimentos o productos farmacéuticos los inventarios de producto terminado deben tener una fecha de vencimiento.
- ¿Cómo se valora el inventario dañado u obsoleto?
- ¿Durante cuánto tiempo permiten trabajar los inventarios?
- ¿Es necesario hacer un avalúo a los inventarios?
- ¿Están sujetos a algún tipo de retención o prenda?
- ¿Dónde se encuentran físicamente?
- ¿Están adecuadamente asegurados?

### ***Inversiones temporales***

- ¿Cuáles son las inversiones temporales de la firma? Obtenga una lista que indique monto, fecha de vencimiento y emisor del título o sitio donde está depositado el dinero.
- ¿Cómo se valoran esas inversiones? ¿A su valor nominal o de mercado?
- Determine el valor razonable de Mercado de esas inversiones. El valor de mercado es el precio por el cual se pueden liquidar o vender.
- ¿Están esos títulos dados como prenda o garantía?
- Hecho el análisis del portafolio de inversiones, ¿debe ser liquidado o modificado?

## *Activos fijos*

### *Finca raíz*

- ¿Cuáles son los bienes raíces que posee la firma?
- ¿Cuál es el estado físico y la edad de esos bienes?
- ¿Cuál puede ser el valor comercial de esos bienes raíces? Esto es muy importante porque con alguna frecuencia se encuentra que la firma está operando encima de una mina de oro. Esto es, que es tan alto el valor de la finca raíz que sería más económico vender y arrendar o comprar en otro sitio y dedicar esos recursos a la mejor operación del negocio.
- ¿Existen avalúos comerciales realizados por entidades de reconocidos experiencia y profesionalismo?
- ¿Es necesario hacerles reparaciones o mejoras importantes?
- ¿Son los costos de Mantenimiento razonables?
- ¿Son los bienes raíces indispensables para operar el negocio? ¿Se pueden obtener arrendados a buen precio? Esto es crucial puesto que muchas veces lo que interesa es el negocio en sí, su nombre, el producto o servicio que se genera y no la finca raíz.
- ¿Cómo se está financiando la compra de los bienes raíces?
- ¿Son los pagos de hipoteca pagables dentro del flujo de tesorería?
- ¿Se requiere ampliación de los bienes raíces en el futuro inmediato?
- ¿Están bien asegurados?

### ***Maquinaria y equipo***

- ¿Cuáles son los equipos y maquinaria con que cuenta la firma? Pida una lista con información de marca, fecha de adquisición, proveedor, capacidad, fecha de legalización de los equipos (facturas, registros de importación, etc.). Pida inclusive la lista de los equipos que se tienen por arriendo financiero.
- ¿En qué estado están esos equipos? ¿Se les hace mantenimiento? ¿Tienen un proveedor de repuestos? ¿Hay un representante de la casa fabricante que pueda ofrecer servicio de mantenimiento, repuestos, etc.?
- ¿Son estos equipos y maquinaria obsoletos?.
- Identifique en la lista recibida los equipos obsoletos. ¿Con qué equipos y maquinaria se produce el mayor volumen de bienes o servicios de la firma? ¿Son estos equipos y maquinaria adecuados? ¿Son obsoletos?
- ¿Son costosos los equipos y maquinaria de la última tecnología?
- ¿Existe un avalúo de una firma profesional y confiable?
- ¿Es necesario hacer una reconstrucción o mantenimiento de consideración? ¿A qué costo?

### ***Cuentas por pagar***

- Pida una lista de todas las cuentas con sus fechas de vencimiento. Haga un examen 20-80 (algunos lo llaman análisis de Pareto) para saber si existe mucha concentración en las cuentas por pagar.
- Determine la antigüedad de las cuentas vencidas.

- Determine si las hay, cuentas por pagar que estén en discusión. Asigne una probabilidad al hecho de perder esa disputa.
- Revise las transacciones registradas en la contabilidad para tratar de establecer si hay pasivos ocultos o contingentes.

### ***Deudas de largo plazo***

- ¿Cuáles son las deudas de largo plazo existentes, con monto, plazo, tasas de interés y beneficiario?
- ¿Tienen respaldo o garantía real? ¿Hipotecas? ¿Facturas? ¿Inventarios?
- ¿Los socios están garantizando estas deudas con su patrimonio?

### ***Otros pasivos***

- ¿Se conocen todos los pasivos? Pida una lista con valor, fecha de vencimiento, beneficiario y motivo.
- Determine cómo se registran (cómo se causan, si así ocurre) los siguientes eventos:
- Salarios no pagados al final del período
- Vacaciones correspondientes a esos salarios
- Cesantías
- Aportes parafiscales (Salud, pensiones y demás)
- Provisiones de impuestos de renta y otros
- Recaudos de IVA
- Investigue si existen otros pasivos no registrados

- Cuotas de préstamos por pagar. Pida una lista con detalle de monto, fecha y beneficiario. Averigüe por qué no han sido pagadas esas obligaciones
- ¿Se tienen tablas de amortización de las diferentes obligaciones financieras? Pídalas.
- ¿La operación de compraventa de la firma modifica las condiciones en que se otorgaron los créditos? Hay casos en que los bancos financian a una empresa sobre la base de que es propiedad de determinada persona o de que hay determinado ejecutivo a cargo.
- En las tablas de amortización ¿hay algunos pagos extras? ¿En cuáles fechas?
- ¿Estos pagos pueden cumplirse en las fechas y montos estipulados? Verifique el flujo de tesorería.

### ***Estado de resultados***

Los resultados que aparecen en el estado de pérdidas y ganancias dan una idea de la capacidad de la firma de generar ingresos y utilidades. Esto hay que tomarlo con cuidado. Nada garantiza que el desempeño pasado -buen o malo- se repita en el futuro, pero mirar los estados financieros históricos permite formarse una idea de lo que puede ocurrir. En las pequeñas y medianas empresas hay que verificar que los salarios de los dueños que trabajan en la firma queden registrados. Verifique que todos los cargos que aparecen en el organigrama, aparecen en la nómina o planilla y que por lo tanto están registrados en los estados financieros históricos y proyectados.

### ***Razones financieras y análisis vertical y horizontal***

- ¿Hay alguna de las razones financieras que ha modificado su comportamiento tradicional?
- ¿Su comportamiento con relación al sector?
- ¿Qué explicaciones se encuentran para este comportamiento?
- ¿Los márgenes bruto y neto se mantienen tanto en los estados financieros históricos dentro de los niveles razonables y dentro de los del sector?

### ***El flujo de tesorería***

- ¿Están registradas todas obligaciones y entradas que se han verificado en otros apartes?
- ¿Las reservas de cartera mala se reflejan en el flujo de tesorería?
- ¿Los ingresos de cartera corresponden a las políticas de recaudo estipuladas?
- ¿Existen períodos de déficit? ¿Se pueden cubrir con créditos ya aprobados (rotatorios)?
- ¿Qué disponibilidad de cupo existe en los bancos?
- ¿Estos cupos están disponibles tanto en moneda nacional como extranjera, si se requiere?
- ¿Los pagos pendientes son negociables?
- ¿Se puede acelerar el recaudo de cartera?
- ¿Las inversiones temporales son liquidables? ¿A qué plazo real?

### ***Evaluación adicional de la firma<sup>1</sup>***

No solo hay que evaluar los estados financieros, sino también aspectos que por lo general no se presentan en ellos. Por ejemplo, los aspectos relacionados con arriendos o leasing, lo relacionado con el personal, con la competencia y el mercado. Hay consideraciones intangibles adicionales a lo que usualmente se propone, que conviene tener en cuenta y que se enumeran a continuación:

#### ***Finanzas***

- ¿Tiene la empresa una "historia" en el mercado financiero? Las entidades financieras toman muy en cuenta el comportamiento en el manejo del crédito de la firma. Es muy posible que al momento de solicitar un crédito cualquier empresa que nunca antes haya solicitado préstamos, aquel no le sea otorgado. La política de autofinanciarse o de obtener fondos en créditos de accionistas paternalistas puede ser más barata y cómoda en términos de plazos y flexibilidad, pero a la larga resulta costosa por lo dicho anteriormente.

#### ***Arriendos o Leasing***

- ¿Cuál es el plazo que queda para terminar un leasing o arriendo?
- ¿Existen opciones de compra?
- ¿Hay cláusulas que ligen el costo del arriendo al nivel de operaciones, ventas, por ejemplo?

---

<sup>1</sup> Parte de este acápite está basado en Vélez, 1981.

- ¿Hay pagos o cargos adicionales al canon de arrendamiento?
- ¿De quién es la responsabilidad del mantenimiento de los bienes arrendados?
- ¿Hay alguna cláusula de ajuste del canon basados en algún índice, tales como el IPC?
- ¿Bajo qué condiciones se permite la prórroga del contrato? ¿La cancelación?

### ***Personal***

- ¿Cuáles son las responsabilidades de cada empleado? ¿Cuánto se le paga?
- ¿Hay algún fuero sindical para ciertos empleados?
- ¿Tienen contrato de trabajo? ¿A término fijo o indefinido? ¿Son trabajadores temporales contratados a firma de empleo temporal? ¿Cuál es su nivel de destreza? ¿Hay empleados “indispensables” por conocimientos especiales y únicos?
- ¿Están dispuestos los empleados a seguir en la firma después de cerrar el negocio de compraventa de la firma?
- ¿Hay sindicato? ¿Cómo son las relaciones con la administración? ¿Qué porcentaje de la fuerza laboral está sindicalizada?
- ¿El personal administrativo y operativo es idóneo? En caso de que no lo sea ¿es factible su renovación? Este personal no idóneo, ¿tiene mucha o poca antigüedad? Muchas veces la antigüedad en los cargos ha impedido una sana rotación y movilidad obligando a la empresa a permanecer con personas inadecuadas desempeñando oficios claves.

- ¿Recientemente ha habido despidos o retiros de personal que puedan dar lugar a futuros conflictos legales? Este tipo de problemas, además de los costos en dinero que representan, tienen la desventaja de costos adicionales en términos de tiempo y energía de diferentes miembros de la organización.

### ***Marketing***

- ¿Hay productos de exclusiva propiedad de la firma?
- ¿Hay nuevos productos en camino? ¿Existen estudios de mercado serios sobre esos nuevos productos? ¿Cuáles son las proyecciones de ventas?
- ¿Tiene la firma un área geográfica donde se concentran sus ventas? Si es distribuidor autorizado de un producto o servicio, ¿se tiene exclusividad? ¿En toda el área? ¿Se respetan esas exclusividades?
- ¿Qué participación de Mercado tiene la firma? ¿Puede crecer?
- ¿Tiene la firma ventajas competitivas? ¿Cuáles? ¿En qué se basan esas ventajas?
- ¿Cuánto gasta la firma en mercadeo y promoción?
- ¿Posee la empresa una participación alta o baja del mercado? La participación muy alta puede implicar un bajo crecimiento. ¿Es baja la participación? Si es así, se puede crecer fácilmente. Pero si se ha perdido mercado, la situación es diferente: la experiencia indica que es mucho más fácil conquistar nuevos mercados que recuperar uno perdido.
- ¿El mercado en que se mueve la firma es disciplinado o no?
- ¿Hay competencia leal o desleal?

### ***Patentes***

- ¿Posee la firma patentes, marcas, logotipos, derechos de autor y similares? Pida una lista donde se indique la vigencia de estos derechos.

### ***Tecnología***

- ¿El sector tiene un desarrollo tecnológico rápido o lento?
- ¿Se prevén cambios fundamentales de la tecnología en el futuro inmediato? Para este aspecto, es válida la observación referente a los recursos materiales.

### ***Impuestos y servicios públicos***

- ¿La empresa está al día en sus pagos de impuestos? Si no lo está, ¿cuál es la razón del atraso?
- ¿Hay auditoria en forma regular? ¿Cuándo se hizo la última auditoria?
- ¿Tiene la empresa problemas fiscales de años pasados? ¿Los últimos años están claramente definidos con la División de Impuestos Nacionales?
- ¿Las reclamaciones tributarias tienen posibilidades de ser ganadas o perdidas?
- ¿La firma está al día en el pago de los servicios públicos?
- ¿Está al día con sus obligaciones parafiscales? ¿Con la afiliación a la Cámara de Comercio?

### ***Proveedores***

- ¿Hay facilidades de importación de materias primas?
- ¿Son los proveedores monopolios?

- ¿Ha habido buenas relaciones con ellos? En caso contrario podrían bloquear económicamente a la empresa, si así lo desearan.

### ***Precios***

- ¿Hay control de precios?
- ¿Hay libertad vigilada?
- ¿Son fácilmente negociables?
- ¿Existen pactos dentro del sector para mantener precios iguales?
- ¿Son respetados estos pactos? Este aspecto va ligado a todos los anteriores en la medida en que los costos sean altos y no se puedan compensar con unos precios adecuados.

### ***Socios***

- ¿Se va a comprar parte o la totalidad de la empresa?
- Si la compra es parcial, ¿hay problemas entre los socios? Se dan casos en que los esfuerzos deben dedicarse a resolver estos problemas y no a hacer rentable a la empresa.

### ***Responsabilidad social***

- ¿El objeto del negocio es sujeto de connotaciones éticas o legales que lo hagan vulnerable en el futuro?
- ¿Los bienes o servicios son aceptados por la comunidad?
- ¿Existen riesgos reales o potenciales de contaminación ambiental?

- ¿Hay o ha habido problemas en relación con los derechos humanos (trabajo infantil, etcétera)?
- ¿Las prácticas laborales y comerciales son o han sido equitativas y justas?

### ***Comprador***

- Al comprador le interesa la empresa como un negocio estrictamente comercial, o hay otros valores para ese potencial comprador. El valor de una empresa puede ser uno para un cierto tipo de compradores y otro muy diferente —más allá de las proyecciones o las tasas de descuento— para otro tipo de comprador.
- Las cifras obtenidas en el cálculo del valor de una firma no siempre reflejan todo el valor de la empresa.

### ***Aspectos legales***

- ¿Hay juicios en curso o por iniciarse?
- ¿Se cuenta con todas las autorizaciones legales, nacionales, regionales y locales para operar? ¿Cuándo hay que renovarlas?
- ¿La firma tiene estatutos? Pida una copia. ¿Están los libros de actas de las asambleas o juntas directivas debidamente registrados y al día?
- Si es una sociedad anónima, ¿qué clase de acciones se tienen? ¿Tienen restricciones?
- En caso de que los socios sean solidarios en las obligaciones, ¿tienen estos una situación de crédito aceptable ante las instituciones financieras?
- ¿La firma opera bajo franquicia? Estudie el contrato de franquicia.

### ***Competencia***

- ¿Quiénes son los principales competidores de la firma?
- ¿Cómo se divide el mercado?
- ¿Se conocen las ventajas y desventajas competitivas de la competencia? Si es así, ¿cuáles son? ¿En qué se basan?

### ***Recursos materiales.***

- ¿Es el equipo obsoleto?
- ¿A cuántos años se está de las últimas innovaciones?
- ¿De los equipos de la competencia?
- ¿Tiene el equipo buen servicio local de mantenimiento, repuestos, etcétera? Un equipo inadecuado puede llevar a la empresa a salirse del mercado por altos costos y baja producción, que originan precios no competitivos, o por no poseer capacidad para atender la demanda.

### ***¿Por qué se vende?***

Por último, la pregunta que puede resolver todo: ¿Por qué venden la firma? O ¿por qué se desea comprar la firma? Estas observaciones no son exhaustivas, pero la experiencia indica que cuando no se analizan estos temas previamente, se pueden convertir en fuente de problemas muy graves posteriores, que no aparecen generalmente cuantificados en los cálculos corrientes. Adicionalmente, responder estas preguntas puede conducir a cuantificar mejor, o, por lo menos, *ajustar* los cálculos a su verdadera dimensión.

## ***Venta***

### ***Cómo vender una firma***

En este proceso se requiere analizar múltiples factores. Entre los más importantes se encuentran la preparación de la firma para la venta y la búsqueda de clientes potenciales.

### ***Preparación de una firma para la venta***

Cuando se opera un negocio se toman decisiones que afectan los resultados financieros de corto plazo. Por ejemplo, al seleccionar un sistema de depreciación, éste puede producir pérdidas (no olvidar que son resultados contables) pero que favorecen a la firma en cuanto al pago de impuestos. Al intentar vender una firma, estas decisiones deben ser explicadas a cabalidad y sus resultados deberán reflejarse en los flujos de caja. Sin embargo, esto puede ocasionar malos entendidos entre los actores del negocio de compraventa.

La forma más adecuada de presentar los resultados es mostrar estados financieros auditados. Que muestren al negocio de una manera clara y limpia, sin sombras de dudas. Para ofrecer un negocio para la venta se debe preparar un documento que puede llamarse plan de negocios. En este plan de negocios se encuentra la siguiente información básica:

### ***Bosquejo de un plan de negocios***

Cuando se compra o vende una firma se requiere de un instrumento básico que permite aproximarse a la construcción del flujo de caja libre. El flujo de caja libre FCL es la

base para calcular el valor de la firma. El FCL es diferente a las utilidades. El valor de la firma no se puede calcular con base en las utilidades contables.

#### Contenido de un Plan de Negocios

- Portada
- Objetivos o propósito del documento
- Tabla de contenido

#### *Sobre el negocio*

- Descripción e historia del negocio
- Descripción de las instalaciones

#### *Mercadeo y prácticas comunes*

- Descripción de la competencia
- Cómo funciona el negocio

#### *Personal*

- Organigrama
- Descripción de los cargos y responsabilidades
- Remuneración
- Empleados clave
- Disposición de los empleados de permanecer en la firma
- Seguros

### ***Datos Financieros***

- Resultados financieros de los últimos 3 a 5 años
- Lista de activos y pasivos suministros y equipos capitales
- Análisis y lista de suministros y proveedores
- Análisis del punto de equilibrio
- Proyecciones de estados financieros (Balance general, Flujo de tesorería y Estado de resultados)
- Resumen de cinco años
- Detalles por mes, primer año
- Detalles por trimestres, segundo y tercer años
- Suposiciones sobre las cuales se basaron las proyecciones

### ***Documentos de Apoyo***

- Documentos de impuestos del negocio y de los dueños en los últimos tres años
- En el caso de un negocio de franquicia, una copia del contrato de la franquicia y todos los documentos de apoyo proporcionados por el que otorga la franquicia
- Copia de licencias y otros documentos legales
- Copia de las hojas de vida de todos los dueños del negocio
- Pólizas de seguro
- Asuntos legales pendientes

## ***Plan de negocios***

Aquí se sugiere la manera de hacer la proyección de los estados financieros. Para ello se partirá de variables elementales o básicas sobre las cuales un gerente toma sus decisiones.

Se contemplan cinco pasos, a saber<sup>2</sup>:

1. Se definen los datos iniciales con los estados financieros<sup>1</sup> de que se disponga y se definen las variables básicas incluidas las de aumentos del nivel de ventas y compras (unidades), precios, impuestos y políticas de recaudos, pagos, inventarios y reparto de utilidades. Asimismo, se estipula allí la política de préstamos y de reinversión de los excedentes.<sup>3</sup>
2. Se toman los datos del paso uno y se determinan los valores de las cifras proyectadas.

---

<sup>2</sup> Aquí se expresan como pasos secuenciales. Los estados financieros están todos interrelacionados entre sí y no es posible elaborar uno sin el otro o los otros; cuando este ejercicio se hace en una hoja electrónica se aclara muy bien esta idea. Por ejemplo, el saldo en caja y bancos del BG y las utilidades del PyG no se pueden determinar sino después de haber construido el FT, cuando se decide si se debe financiar un déficit o si hay excedentes para invertir. Se sugiere el estudio de un texto muy claro y sencillo, PURCELL, JR., W.C., *Cómo comprender las finanzas de una compañía. Un enfoque gráfico*, Editorial Norma, Bogotá, 1984.

<sup>3</sup> Pocos se resisten a proponer y a utilizar métodos estadísticos de proyección de datos. La mayoría de las veces se sugiere utilizar regresión lineal para hacer estas proyecciones. Asimismo, la mayoría de las veces, en la realidad, estos métodos no son los adecuados por diversas razones: ausencia de información suficiente, incumplimiento de las condiciones que llevan implícitas estos modelos de pronóstico, etc. Aquí se ha preferido sugerir hacer cálculos disciplinados, que en últimas siempre se podrán modificar y los resultados, en una hoja de cálculo, se obtienen de una manera casi instantánea.

3. Con base en estos datos proyectados se elaboran los Balances Generales y los Estados de Resultados o de Pérdidas y Ganancias PyG. Allí se determina la utilidad, los impuestos y la utilidad neta.
4. Teniendo en cuenta las cifras del PyG y las políticas estipuladas en el paso uno, se elabora el Flujo de Tesorería FT.
5. Con base en lo anterior se determina el Flujo de Caja Libre FCL y el Flujo del accionista, FCA. Estos datos son la base de la valoración de la firma.

### ***Proyecciones de ventas***

Una de las partes delicadas y críticas de un plan de negocios son los ingresos, esto es, las proyecciones de ventas.

Se deben definir los aumentos del nivel de ventas y los precios.

Muchas veces lo que se requiere es establecer metas razonables que puedan ser alcanzadas por la firma. Siempre existe la tentación de utilizar sofisticados métodos de pronóstico lo cual podría ser contraproducente. Por ejemplo, si en una situación de recesión se utilizaran datos históricos para pronosticar las ventas, los resultados serían terribles y absurdos. Los métodos de pronóstico tienden a predecir suponiendo que la historia se repite y esto no siempre ocurre.

Hay que examinar y estudiar el comportamiento de la economía y de los factores externos que influyen en el comportamiento de la firma. Hay que revisar las proyecciones de cada uno de los vendedores y examinar si son o no realistas.

Sin embargo, en el corto plazo se pueden hacer cálculos basados en cifras históricas. Por ejemplo, si se examina el comportamiento estacional (esto significa que hay épocas del año que tienen picos o valles en el volumen de ventas) de las ventas, con base en esa estacionalidad se puede hacer un buen pronóstico de lo que puede venderse en un año.

### ***Búsqueda de clientes***

Es obvio que si se desea vender algo hay que buscar un cliente. Lo mismo ocurre con la firma. Hay que encontrar inversionistas interesados en la compra del negocio.

Se puede recurrir a varias modalidades: avisos de prensa, intermediarios o firmas de banca de inversión, Internet, etc. Los intermediarios o firmas de banca de inversión cobran unas comisiones u honorarios por conseguir el cliente y asesorar en el proceso de negociación.

Al identificar a un intermediario hay que lograr que proporcione asesoría en:

- La fijación y determinación del precio
- Definición de los términos del negocio: plazo y demás condiciones.
- Preparación de la presentación de la firma y del plan de negocios
- Mercadeo de la firma en la etapa de oferta de la misma
- Selección de los clientes potenciales
- Negociación y evaluación de las ofertas
- Aspectos legales en el proceso de la venta

### ***Razones para comprar un negocio***

Si las razones para que el comprador desee hacerse a su negocio son las que se mencionan en Compromiso y motivación para comprar, el vendedor deberá explorar con cuidado las consecuencias de las causas por las cuales se desea comprar.

Algunas razones para comprar un negocio pueden ser

- Se cuenta con el dinero o cualquier otro recurso
- La negociación puede facilitarse. Puede ser más fácil cerrar un negocio con quien tiene los recursos para hacerlo que con quien requiere financiación.
- Desea auto realizarse
- Esta es una razón poderosa para comprar un negocio. Parte de la auto realización puede ser lograr buenas condiciones en la negociación. Puede ser un cliente duro para negociar.
- Desea cumplir con un anhelo de muchos años
- Igual al anterior. Esta es una razón poderosa para comprar un negocio. Parte de la auto realización puede ser lograr buenas condiciones en la negociación. Puede ser un cliente duro para negociar.
- Tiene el conocimiento
- Hay que ser cauteloso en la presentación de la información. Requiere de mucho conocimiento por parte del vendedor ya que el comprador puede conocer el negocio.
- Tiene la vocación de emprendedor

- Parecido a 2 y 3. Esta es una razón poderosa para comprar un negocio. Parte de la vocación puede ser lograr buenas condiciones en la negociación.
- Desea independizarse
- Parecido a 5. Esta es una razón poderosa para comprar un negocio. Parte de la vocación puede ser lograr buenas condiciones en la negociación.

### ***Manejo de la venta de un negocio***

En la venta de un negocio se debe acudir a un asesor. Hay variadas razones para ello, entre otras, los aspectos emocionales que por lo general están asociados a la decisión de venta y al negocio mismo. Un asesor puede hacerlo con mayor objetividad y cabeza fría.

### ***Consejos para lograr una venta exitosa***

Además de recurrir a un buen asesor, se pueden identificar algunas sugerencias para lograr una venta exitosa.

- Mantenga una información clara y confiable sobre su negocio.
- No se genere expectativas irreales en cuanto al precio de su firma
- Elabore una lista de todos los activos de la firma. Activos operativos y no operativos
- Si es posible, ofrezca parte de los activos a través de un arriendo
- Aunque se dice que la mona aunque se vista de seda mona se queda, es importante que su negocio tenga una excelente presentación.

- Fije el precio justo. Un precio muy bajo, lo hará perder dinero. Uno muy alto, clientes.
- Firme un compromiso de no competir contra su comprador una vez se cierre el negocio. Más aun, esté preparado para entrenar al personal nuevo y si es necesario, a permanecer un tiempo dentro de la firma.
- Trate de encontrar una muy buena razón para vender. La mayoría de los compradores temen que la venta esté motivada por problemas de la firma que no se quieren destapar.
- El tiempo es oro. Su firma no es la única que están examinando los posibles compradores. Por lo tanto si llega uno o varios, atiéndalos cuanto antes.
- No espere a que el negocio se deteriore. La mejor forma de venderlo es cuando está en buena situación. Pero esto no debe razón para aplazar una venta cuando sea necesaria.
- Suministre a su asesor TODA la información necesaria para llegar a cerrar un buen negocio para todas las partes.

### ***Donde invertir su dinero***

Cuando se ha logrado la venta de un negocio el vendedor queda con una cierta cantidad de recursos disponibles que debe manejar con cautela. Dice la sabiduría popular que es más fácil manejar la escasez que la abundancia.

Existen en el mercado muchas opciones para invertir tanto a largo como a corto plazo. Así mismo, se pueden explorar alternativas de inversión con mayor o menor riesgo.

Una gran clasificación de las opciones o alternativas de inversión es la de renta fija o renta variable. En realidad puede decirse sin riesgo y con riesgo.

Las alternativas de renta fija o sin riesgo se refieren a papeles cuyo precio y rentabilidad no varían (o varían muy poco). Por ejemplo, bonos, Certificados de depósito a término (CDT), en especial del Estado. Los bonos o CDT tienen una baja rentabilidad, pero son una inversión relativamente segura. A menor riesgo, menos rentabilidad y viceversa.

Por otro lado, las alternativas de renta variable o con riesgo se refieren a papeles de inversión tales como acciones, dólares, etc. cuyo precio y rentabilidad varían según la oferta o demanda que exista en el mercado. Estos papeles tienden a tener una mayor rentabilidad, pero son inversiones sometidas a mucha variabilidad en su rendimiento (riesgo). A mayor riesgo, mayor rentabilidad.

¿Quiénes deben o pueden acogerse a unas y a otras? Depende de varios factores. Uno de ellos es la actitud hacia el riesgo, o sea, la disposición, mayor o menor de asumir riesgos. Otra que es evidente y que de alguna manera está asociada a la anterior es la edad. Por ejemplo, un ejecutivo joven, entre 25 y 30 años puede pensar en inversiones riesgosas, como las acciones, ya que puede manejar en el tiempo los vaivenes que se dan en ese tipo de inversiones y además sus ingresos no dependen de este tipo de inversiones de excedentes. Por el otro lado, una persona madura, una viuda por ejemplo, que vive de los ingresos que le producen sus ahorros de los años mozos, no se puede exponer a que sus ingresos tengan una alta variación. Esta persona probablemente escoja una inversión segura: bonos y CDT, por ejemplo.

## ***PROCESOS PARA LA VENTA DE UNA COMPAÑÍA***

- Cómo vender una compañía
- Compromisos y motivación
- Valoración y precio de mercado
- Selección de inversionistas
- Manejo del negocio
- Número de contingencias
- Sugerencias para una venta exitosa
- Dónde invertir su dinero

### ***Cómo vender una compañía***

En este proceso se requiere analizar múltiples factores. Entre los más importantes se encuentran la preparación de la firma para la venta y la búsqueda de clientes potenciales.

### ***Sala de información<sup>4</sup>***

Información que usualmente se pone a disposición de los interesados en una sala de información

- Regulación sobre la competencia y monopolio que apliquen
- Asuntos ambientales
- Impuestos

---

<sup>4</sup> Esta sección está basada en Fradique Méndez, 2000.

### ***Información general de la empresa***

- Certificados de Cámara de Comercio
- Escrituras de constitución y reformas.
- Información sobre si la Compañía conforma o hace parte de grupos empresariales y relación de las compañías subordinadas con la misma información de la empresa objeto de la compraventa.
- Libro accionistas y gravámenes sobre las acciones, si hubiere, tales como garantías, opciones o derechos de suscripción o compra de acciones
- Dirección plena de las oficinas de la casa matriz, sucursales, agencias, etc.
- Identificación plena de todos los accionistas, nacionales y extranjeros.
- Identificación plena de los directivos incluyendo al representante legal
- Copia de los libros de actas de los organismos directivos de la firma.
- Relación de todos los contratos o compromisos entre la firma y cualquiera de sus funcionarios, directores o accionistas.

### ***Información financiera y contable***

- Estados financieros auditados
- Contratos de préstamos, emisiones de bonos, con las condiciones pactadas.
- Autorizaciones de Superintendencia de Valores cuando haya habido emisiones de acciones o bonos
- Relación de todos los pasivos a cargo de la firma
- Información sobre sistemas y procedimientos de control y auditoría interna.

- Información sobre condiciones exigidas por los prestamistas en términos de reciprocidad y mantenimiento de indicadores financieros.

### ***Información comercial y operativa***

- Contratos comerciales de la firma
- Licencias de los programas de computador que se utilizan en la firma
- Contratos o garantía reales a cargo o a favor de la firma
- Contratos de arriendo inmobiliario o financiero que obliguen a la firma, indicando plazos y demás condiciones
- Promesas de compraventa o contratos de venta en relación con los activos de la firma
- Contratos con agencias, sucursales o subsidiarias.
- Contratos de cualquier índole y su estado de ejecución

### ***Información sobre activos***

- Lista de todos los inmuebles con sus matrículas inmobiliarias y certificados de tradición recientes.
- Avalúos recientes de los inmuebles
- Copia de todas las escrituras públicas de los inmuebles de la firma
- Gravámenes que estén en proceso y que no aparezcan en el certificado de tradición
- Estrato o restricciones que la legislación nacional o municipal impone sobre los inmuebles.

- Autorizaciones de la oficina de planeación en caso de que se estén llevando a cabo reformas físicas.
- Lista de los bienes muebles tales como vehículos, maquinaria y equipos con sus facturas y registros de importación, según el caso.
- Información sobre operaciones de prenda o garantía sobre los bienes.
- Pólizas de seguro vigentes sobre los bienes de la firma
- Estado de los inventarios
- Estado y relación de las cuentas por cobrar.

### ***Asuntos laborales***

- Una descripción de la fuerza laboral, desde los cargos gerenciales hasta los niveles inferiores. Esta descripción deberá incluir el organigrama, la antigüedad, la experiencia, descripción de los cargos con los detalles de responsabilidades, habilidades requeridas y poseídas por el empleado e inclusive, su disposición a permanecer en la firma en caso de realizarse el negocio de compra.
- Modelo de cada tipo de contrato laboral que se utiliza en la firma.
- Informe sobre existencia de sindicatos de trabajadores.
- Convenciones y pactos colectivos existentes a la fecha.
- Informe de nómina de la Compañía, con indicación de los factores prestacionales y parafiscales.
- Relación de empleados afiliados a sindicatos.

- Relación de empleados que han suscrito pactos colectivos de trabajo y fecha de vigencia de los mismos.
- Contratos de los gerentes que incluyan remuneración, duración y otras compensaciones especiales y normales.
- Información con respecto a seguridad industrial, accidentes de trabajo y cumplimiento de normas.
- Hojas de vida de los funcionarios y directivos de la firma.
- Empleados temporales indicando el número de empleados temporales con que cuenta la firma indicando las firmas que los proveen.
- Contratos con las firmas de servicios temporales.
- Reglamentos internos de trabajo.
- Prueba de pago oportuno y al día de las obligaciones relacionadas con la seguridad social y aportes parafiscales.

***Propiedad intelectual, patentes, etc.***

- Relación de marcas comerciales, diseños, patentes, nombres comerciales registrados, registrados o utilizados por la firma
- Relación de los secretos comerciales de la firma y si están debidamente protegidos.
- Derechos de terceros para usar las marcas de propiedad de la firma y los contratos respectivos.
- Lista de los derechos de autor de la Compañía, otorgados o recibidos
- Proyectos de investigación y desarrollo llevados a cabo por la firma.

### ***Litigios o pleitos ocultos o potenciales***

- Relación de pleitos y litigios en curso relacionados con los bienes de la firma
- Informe sobre quejas, aviso, investigación, reclamos, etc. que pudieran producir algún tipo de acción legal, demanda, o sanciones para la firma.
- Información sobre litigios de cualquier tipo vigente sea que la firma sea demandante o demandada, en asuntos civiles o comerciales, fiscales, laborales, contencioso-administrativos, de derechos de propiedad intelectual, y procesos concursales.
- Relación de cualquier sentencia o resolución a favor o en contra de la firma y que esté pendiente de ejecución.
- Información sobre incumplimientos contractuales de cualquier tipo
- Regulación sobre la competencia y monopolio que apliquen
- Indicación de todas las concesiones, licencias, permisos y autorizaciones gubernamentales necesarias para que la firma pueda conducir sus negocios.
- Relación de las condiciones aplicables dichas licencias, permisos o autorizaciones, indicando fechas de renovación Descripción de cualquier incumplimiento de las leyes vigentes, de que se tenga conocimiento.

### ***Asuntos ambientales***

- Actividades de la firma que puedan tener un impacto ambiental directo o indirecto de cualquier clase.
- Descripción de cualquier fuente de contaminación como resultado de las actividades normales de la firma

- Lista de las sustancias o productos usados o producidos por la firma que pueden ser considerados como contaminantes o que pueda producir deterioro ambiental.
- Lista de los subproductos que pueden ser considerados como restos, basura, desperdicios del proceso de producción.
- Indicación del grado en que estos subproductos pueden o no reciclarse.
- Identificación y descripción de cualquier tipo de contaminación
- Descripción de los planes de manejo ambiental y de contingencia relacionados con el medio ambiente, tales como el ISO 14000.
- Copia de los diagnósticos ambientales, planes de manejo ambiental y documentos de evaluación sobre la firma
- Licencias que autoricen a l firma para uso de recursos naturales

### ***Impuestos***

- Prueba del pago oportuno del impuesto a las ventas, impuesto de industria y comercio, impuesto predial y demás contribuciones a cargo de la Compañías en los últimos años.
- Declaraciones de renta con sus soportes y anexos y los pagos correspondientes a que hubiere lugar
- Privilegios y exenciones tributarias o exenciones de Impuesto de Industria y Comercio.
- Relación de investigaciones relacionadas con asuntos fiscales contra la Compañía.

- Indicación de multas y sanciones de tipo fiscal que hubiere sido objeto la firma y evidencia de la manera como se solventaron dichas sanciones
- Prueba del pago oportuno del impuesto de timbre cuando aplique.<sup>5</sup>

Para mayor detalle se puede consultar Cárdenas, J. H. y M. L. Gutiérrez, 2000.

### ***Contenido del contrato***

En el proceso de compraventa de una firma existen obviamente dos partes que tienen intereses, por lo general, contrarios. Las dos partes son el vendedor y el comprador (también existen otras partes involucradas, tales como los intermediarios y los abogados de las partes).

Los intereses típicos del vendedor una firma pueden ser:

- Obtener el mejor precio posible
- Recibir su dinero lo más pronto posible
- Tener un tratamiento fiscal favorable
- Evitar compromisos asociados a los pasivos actuales y futuros
- Firmar un contrato con condiciones posibles de cumplir de su parte.

Por su parte, el comprador puede tener los siguientes intereses:

- Obtener el precio más bajo posible
- Lograr la mejor compra posible
- Garantizar una forma de pago cómoda
- Tener un buen tratamiento contable cuando se le ocurra venderla

---

<sup>5</sup> Para mayor detalle se puede consultar Cárdenas, J. H. y M. L. Gutiérrez, 2000.

- Contar con que los estados financieros de la firma son confiables
- Acordar unas proyecciones son alcanzables
- Recibir unos mecanismos de seguros en la negociación

Todo esto indica que a grandes rasgos, hay algunos aspectos claves que deben quedar registrados en el contrato.

- Detalles contenido contrato
- Detalles del contenido de un contrato de compraventa
- Identificación de los interesados
- Objeto del contrato
- Identificación de los activos que se adquieren
- Definición del precio
- Forma y garantías para el pago por parte del comprador
- Manejo de los pasivos de la firma
- Garantías ofrecidas por el vendedor
- Condiciones de permanencia del vendedor al mando de la firma por el tiempo pactado
- Responsabilidad de las partes en caso de un siniestro mientras se hace entrega de la firma
- Limitaciones de espacio y tiempo en los cuales el vendedor no emprenderá actividades competitivas contra la firma.
- Garantías para la realización del negocio de compraventa. Cláusula penal pecunaria
- Fecha de cierre

- Garantía de asumir por parte del vendedor sobre cualquier pasivo que no hubiera sido declarado al momento de la negociación
- Determinación de las arras del contrato de compraventa
- Arbitraje de desacuerdos
- Diligencia investigativa (Aquí se declara la existencia de información para el comprador)
- Pago de impuestos generados por el contrato de compraventa
- Legislación aplicable
- Integridad del contrato, cláusula donde se indica si el contrato de compraventa reemplaza cualquier otro compromiso existente entre las partes.
- Nulidad parcial o total del contrato de compraventa
- Renuncia a derechos, cláusula donde se indican cosas como que el ejercicio parcial de un derecho no implica perderlo.
- Domicilio
- Notificaciones
- Anexos necesarios

### ***Métodos de valoración de una firma***

Hay dos clases de métodos de valoración: los contables y los de rentabilidad.

#### ***Métodos contables:***

Valor en libros

Valor con ajuste de activos netos

Valor de reposición y

Valor de liquidación.

### ***Métodos de rentabilidad***

El valor en bolsa,

Múltiplos de firmas similares y

El flujo de caja descontado

Economic Value Added (EVA)

Métodos contables: valor en libros, valor con ajuste de activos netos, valor de reposición y valor de liquidación. Son fáciles de utilizar, pero presentan serias limitaciones. Tenga en cuenta el precio en libros o ajustado de los activos. No considera la capacidad de los activos de generar riqueza. Su uso en Colombia ha sido frecuente, pero han ido cediendo terreno a otros procedimientos más sofisticados.

Por otro lado, los métodos de rentabilidad consideran la capacidad de la firma de generar riqueza futura. Los más conocidos son el valor en bolsa, múltiplos de firmas similares y el flujo de caja descontado. El valor en bolsa se calcula como el número de acciones multiplicado por el precio.

### ***Valor en libros***

Se toma el valor del patrimonio contable. No hay ningún ajuste y resulta de restar los pasivos de los activos. Muy fácil de utilizar y es sólo un punto de referencia que por lo

general nadie considera como el verdadero valor de la firma. Una de las causas de su imprecisión es la inflación que introduce serias distorsiones en las cifras contables. Sin embargo, los ajustes por inflación aminoran el efecto distorsionante en las cifras de este estado financiero. Algunas cifras pueden, por tanto, estar alejadas de su valor comercial. No incluyen los activos intangibles no quedan registrados. Los que utilizan este método hacen un ajuste poco ortodoxo a las cifras que por lo general no tiene una base sólida que justifique la cifra de ajuste. No refleja la capacidad de la firma de producir riqueza en el futuro, ni el *know-how* de la firma, ya que se basa en datos históricos.

#### ***Ajuste en los activos netos***

Este método calcula una especie de patrimonio ajustado basado en un cálculo de lo que podría ser el valor comercial de activos y pasivos. Este cálculo reduce parte de las distorsiones que presenta el método del valor en libros. Al igual que el método anterior no contempla la generación de valor futuro, ni el *know-how* de la firma. Termina siendo un método algo menos sujeto a los criterios del evaluador que el anterior.

#### ***Valor de reposición***

Este método se basa en calcular cuánto le costaría al comprador crear una infraestructura productiva igual a la que se tiene. Este valor por estar basado en cotizaciones de activos similares no tiene relación con la capacidad de generar valor en el futuro. Podría ser adecuado para calcular el valor del aporte de bienes a otra sociedad.

### ***Valor de liquidación***

Este método consiste en calcular el valor de la firma por el precio de venta de los activos, una vez liquidada la firma. A diferencia de los anteriores, supone que la empresa no continua operando. Los anteriores, a pesar de sus limitaciones, consideran a la firma como un proyecto o empresa en marcha. En estos casos hay que tener en cuenta que los valores así obtenidos son inferiores a los de mercado pues suponen una venta de los bienes físicos y activos en general a precios de ocasión o de “quema”. La cifra obtenida por este método define una cota inferior a valor de una firma. Este valor es, en general, más bajo que el valor en libros.

### ***Valor en bolsa***

Como ya se mencionó, el valor de una firma que se cotiza en bolsa es relativamente sencillo de calcular: el número de acciones en el mercado multiplicado por el precio de mercado de la acción. Hay que llegar a un acuerdo razonable para determinar cuál es el precio de la acción que se va a utilizar en el cálculo: la cotización del último día, el promedio de la última semana o del último mes, etcétera. Este método tiene graves limitaciones puesto que en Colombia y en muchos países de América Latina, el mercado bursátil no sólo es muy reducido, sino muy imperfecto y los precios de las acciones no reflejan la realidad de una oferta y demanda libre, sino que en muchos casos son precios manipulados. Por ejemplo, en Colombia el número de acciones inscritas en las bolsas de valores no llega a 400 y el número de acciones con alta bursatilidad (alta frecuencia y volumen significativo de movimientos bursátiles) son muy pocas.

Para tener una idea de lo que aquí se dice al respecto, vale la pena tener en cuenta

lo siguiente:

“El mercado de valores colombiano está muy concentrado. Por ejemplo, alrededor del 50% del sector financiero está en manos de una sola persona o grupo. En octubre de 1998 los 34 bancos del país presentaron pérdidas por \$138,652 millones y de esos 34 bancos 16 presentaron utilidades por más de \$380,000 millones de los cuales el 51.4% corresponden a aquél único grupo que posee alrededor del 50% del sector financiero.

El 93% de las acciones que se negocian en las bolsas de valores está en manos de un 3% de los accionistas.

En el primer semestre de 1997, las diez empresas con mayor bursatilidad cubren el 72,5% del mercado accionario. De esas diez, cinco pertenecen a un solo grupo y responden por 43,91% del valor de las acciones de mayor bursatilidad, o sea, que les corresponde el 31,83% del mercado accionario en ese período. La empresa con mayor bursatilidad tiene el 27,73% del total de las diez ya mencionadas y el 20,1% del total del mercado accionario. En enero de 1999 había 123 empresas con acciones registradas en la Bolsa de Bogotá. En diciembre de 1996 la Superintendencia de Valores sólo pudo calcular el coeficiente beta de 54 de esas empresas por no contar con información de transacciones suficiente para hacerlo para la totalidad de las empresas inscritas. En otras palabras, en la Bolsa de Bogotá se mueven con regularidad menos del 50% de las acciones registradas. El día 4 de enero de 1999, el IBB estaba compuesto por 24 empresas.”<sup>6</sup>

### ***Múltiplos de firmas similares***

Este método calcula el valor de la firma a partir del valor de mercado de firmas comparables, por medio de una variable similar, por ejemplo, volumen de ventas, utilidades, etcétera.

La idea es encontrar una firma similar a la cual se le conoce el valor (por ejemplo, porque se transó en fecha reciente) y ese valor se compara con un indicador de la misma firma (utilidades, ventas, etcétera). La relación valor sobre el indicador escogido servirá

---

<sup>6</sup> Vélez Pareja, Ignacio, "The Colombian Stock Market: 1930-1998", Social Science Research Network.

como múltiplo de la firma a valorar. En general, el valor de una firma estaría definido por la siguiente relación:

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{Valor de firma conocido}}{\text{Indicador (ventas, utilidades, etc)}}$$
$$\text{Valor de la firma} = \text{Múltiplo} \times \text{Indicador de firma a valorar}$$

Este es un método fácil de aplicar, aunque tiene serios problemas pues no refleja la capacidad futura de generar riqueza de la compañía valorada.

Con el de múltiplos, calcule el valor a partir del valor de mercado de firmas similares y con una variable común. Por ejemplo, volumen de ventas, utilidades o unidades. Si se vendió la empresa de teléfonos de Medellín y se desea calcular el valor de su similar en Cali, se puede dividir el precio de la primera por el número de líneas y eso define el precio por línea, el cual se multiplica por el número de líneas de la empresa de Cali.

### ***Flujo de caja descontado***

Este método se basa en la capacidad de generar riqueza en el futuro que tiene la empresa. Es necesario proyectar el flujo de caja libre y descontarlo al costo promedio de capital y restarle el valor de los pasivos. O también calcular el flujo de caja de los accionistas y descontarlo a la tasa de oportunidad de los accionistas.

El método del flujo de caja descontado<sup>7</sup> se basa en medir la capacidad de la empresa de generar riqueza futura. Proyecte el flujo de caja libre (FCL), descuéntelo a la tasa de descuento y reste los pasivos. O descuenta el flujo de caja de los dueños (FCA) a su tasa de oportunidad.

Este método es fácil y difícil. Fácil porque los cálculos se hacen con las matemáticas financieras. Difícil porque usted debe proyectar flujos de caja y calcular una tasa de descuento. Por ello, no es un resultado exacto y tiene errores. El resultado es una gama de valores posibles del valor de la firma.

Es útil explorar algunas cifras para ilustrar los problemas asociados al enfoque económico o comercial de la fijación del valor de una empresa y después se harán algunas consideraciones que no siempre quedan incluidas en las cifras frías.

En resumen, medir el valor no es fácil. No se hace con cifras mágicas. Se requiere un ejercicio serio de cálculos y proyecciones.

Para entender esto supongamos que hay una máquina en una caja. Cualquiera la puede comprar, si paga su precio. Si esa máquina hace parte de una estrategia, un plan y un equipo de gente dirigido por un gerente, tiene una capacidad de generar riqueza mayor que su precio. De hecho, si alguien le pide al gestor de esa idea que no la desarrolle, exigirá un dinero para no emprenderla. Al valorar una empresa se pretende medir ese valor. El valor que se le asigna al proyecto está basado en las *expectativas* de lo que se puede hacer con esa máquina.

---

<sup>7</sup> Para una mayor ilustración al respecto se recomienda el texto Vélez Pareja, Ignacio, *Decisiones de inversión. Enfocado a la valoración de empresas*, CEJA, 2001

Los problemas surgen porque *lo que se vende es el valor que puede generar en el futuro*. Recuérdese el auge de las empresas .com. Sin un solo dólar de utilidad, eran vendidas a precios exorbitantes. ¿Qué compraban? Expectativas de valor.

Las mayores dificultades: construir el modelo para proyectar ventas, costos, flujos de caja y la tasa de descuento. Son valores discutibles, puesto que se trata de proyecciones. Recuérdese que el precio de Carbocol ha sido puesto en duda por la Contraloría, precisamente por la tasa de descuento que se utilizó en el cálculo.

Hay otra dificultad. Si le proponen considerar la riqueza que produce su empresa en el futuro, pero sólo durante 5 años, su reacción natural sería la de pensar que la firma la creó para que durara toda la vida. Contar la riqueza que se produce durante los primeros 5 años sería despreciar posiblemente la mayor capacidad de generar valor (cuando la firma se ha consolidado). Lo que genera la firma después del último año del estudio es el valor terminal. Para calcularlo hay que estimar la tasa de descuento y la del crecimiento de los flujos de caja.

¿Qué es el valor de la empresa? El valor presente del flujo futuro de la firma. Se compra el FCA. Hay que calcular el valor de ese flujo. Elija con cuidado las cifras. Utilice el FCL o el FCA. En la siguiente tabla se puede observar la gran diferencia entre algunas cifras (son datos reales).

	1	2	3	4
Utilidad neta	996	6.345	14.359	23.953
Saldo de tesorería	0	11	29	65.920
Flujo de caja libre	13.273	8.555	1.187	156.143
FCA	0	310	1.932	156.156

Observe que en los dos últimos reglones al final se incluye un valor terminal, que no aparece en las utilidades, ni en el flujo de tesorería.

El método de flujo de caja descontado es el más apreciado y “preciso”. Tiene ventajas y exigencias. Mide bien la rentabilidad, permite determinar diferentes valores (se pueden hacer simulaciones o análisis de sensibilidad), es adaptable si se desarrolla un modelo adecuado y aporta elementos de juicio aceptables a la negociación. Como exigencias, requiere muchos datos, tiene complejidad conceptual, el resultado no es inmediato, exige experiencia de los evaluadores y requiere computadores.

### ***EVA Economic Value Added (EVA®)***

Se ha propuesto usar EVA® para la valoración de empresas. Es lo que está de moda. Más aún, parece que hubiera una carrera o competencia entre las firmas consultoras para saber quién registra más siglas y comercializarlas a como dé lugar; lo peor de todo esto es la cantidad de incautos, esnobistas y nuevos ricos académicos, que ante un taller-seminario en inglés, donde anuncian que van a enseñar la nueva herramienta que ha hecho ricos a muchos, están dispuestos a pagar sumas astronómicas por algo que no funciona. EVA® ni mide el valor, ni aumentar EVA® significa producir más valor en la firma. Depende de la depreciación y basta cambiar el sistema de depreciación para aumentarlo o disminuirlo. Más aun, disminuirlo puede aumentar el valor (al aumentar la depreciación, los impuestos se aplazan y se obtiene mayor valor).

Si se calcula el valor presente del EVA®, se obtiene, en condiciones ideales, lo mismo que con el flujo de caja. Pero se requiere la tasa de descuento y para calcularla hay que conocer el valor de la firma cada período y para ello se necesitan los flujos de caja. Es

ilógico hacer las proyecciones, calcular la tasa de descuento y no usarlas para calcular el valor, sino además calcular EVA®, y hacerle más de 160 ajustes para calcular el valor de la empresa.

Joel Stern y Bennett Stewart, de la firma Stern, Stewart & Co., han propuesto la idea de medir la buena gestión de la gerencia, y en particular de la financiera, por medio del valor económico agregado (*Economic Value Added, EVA*). Este concepto se presenta en realidad como el ingreso residual (RI) o utilidad económica UE, aunque se le hacen algunos ajustes, como se estudiará más adelante. Esta idea es, sencillamente, reconocer de manera explícita, aunque burda y aproximada, por utilizar cifras contables, el significado del VPN. Algunos investigadores han encontrado una alta correlación entre el valor de EVA y el valor de las acciones, lo cual es lógico, ya que el VPN precisamente mide el aumento en el valor de la firma. Sin embargo, parece que la evidencia que presentan sus comercializadores es anecdótica. Algunos autores demuestran que la correlación es mucho menor que la publicitada por los promotores del EVA.

Parte del éxito de esta propuesta radica en que tradicionalmente se han utilizado medidas contables para medir, en forma incompleta, el valor económico que genera una firma. Por ejemplo, con la utilidad neta, las ganancias por acción y otras razones financieras.

El ingreso residual IR o utilidad económica UE está definido así:

$$\begin{aligned} & \textit{Utilidad económica} \\ & \textit{igual a} \\ & \textit{Utilidad neta} \\ & \textit{menos} \\ & \textit{Costo de los fondos propios x patrimonio del año anterior} \end{aligned}$$

En forma matemática:

$$UE_t = UN_t - i_c \times Patrimonio_{t-1}$$

Donde:

$UE_t$  = Utilidad económica del período t

$UN_t$  = Utilidad neta del período t

$i_c$  = Costo de capital de los fondos propios

Otra forma de calcularlo es la siguiente:

$$\begin{aligned} & \text{Valor económico agregado} \\ & \text{igual a} \\ & \text{Utilidad operacional} \\ & \text{menos} \\ & \text{Impuestos} \\ & \text{menos} \\ & \text{Costo de capital x valor total de los activos del período anterior} \end{aligned}$$

En forma matemática:

$$EVA_t = UODI_t - i \times Activos\ totales_{t-1}$$

Donde:

$EVA_t$  = Valor económico agregado del período t

$UODI_t$  = Utilidad operacional menos impuestos del período t

$i$  = Costo promedio del capital

Estas dos definiciones son las más comunes en libros de texto y en revistas de información general para la gerencia.<sup>8</sup>

Bajo ciertas condiciones el valor de la firma se puede calcular con el EVA. (Véase Vélez Pareja y Tham 2003a y 2003b.

---

<sup>8</sup> Para mayor información referirse a Vélez Pareja, 2001 y a la abundante bibliografía sobre EVA.

### ***¿Por qué se debe acudir a un asesor?***

1. El asesor garantiza la mayor confidencialidad y esto es parte de su código de ética profesional.
2. Máxima probabilidad de encontrar a un buen cliente para comprar o vender.
3. En el caso de compradores, el asesor hace una selección previa.
4. Se aumenta el poder de negociación
5. Experiencia en promoción y mercadeo de los negocios para la venta
6. Sinergia al ofrecer una gama de productos y experiencia variada.
7. Conocimiento y experiencia en la determinación del precio de ayuda en la financiación.
8. Experiencia probada en el proceso de compraventa
9. Resultados exitosos comprobables.
10. Se eliminan los factores emocionales que inhiben al vendedor.
11. Se puede conseguir un mejor precio tanto en la compra como en la venta.
12. Deberá usted pagar una comisión, pero ello se verá compensado por un servicio profesional, objetivo y ecuánime.

A continuación mencionamos en forma de pasos a seguir lo que se debe hacer para comprar o vender una firma.

### ***Compra***

Los veinte pasos para comprar una firma y su relación con su **asesor** en la compra

**Compromiso.** Es el compromiso de comprar un negocio a precios y condiciones coherentes con lo que existe en el mercado.

**Confidencialidad.** Usted está de acuerdo con mantener la confidencialidad de la información recibida en el proceso.

**Información y referencias.** Usted está de acuerdo en suministrar al asesor toda la información necesaria acerca de sus negocios, su persona y su situación financiera.

**Revisión de alternativas.** Con el asesor usted revisa una lista de opciones para escoger la que más le interesa.

**Conocimiento de la firma escogida.** Se le muestra el negocio que le interesa y se discuten los diferentes factores pertinentes.

**Reunión entre comprador y vendedor.** Esto permite un conocimiento mutuo y que surjan preguntas de ambos lados acerca de la operación.

**Oferta de compra.** El asesor le ayuda a elaborar una propuesta de compra. Se establece una suma como pago inicial para respaldar la seriedad de la oferta y se definen algunas objeciones.

**Presentación de la oferta.** El asesor presenta su oferta al vendedor.

**Antecedentes.** El asesor suministra al vendedor la información personal y financiera y su experiencia para facilitar el acuerdo de precio y condiciones.

**Explicación.** El asesor le explicará en detalle al vendedor, los términos y condiciones de su oferta.

**Aceptación.** El vendedor puede aceptar a propuesta como está o hacer una contra oferta.

**Acuerdo.** Cuando el comprador y el vendedor se ponen de acuerdo en los términos y condiciones del negocio, se firma una promesa de compraventa.

**Inspección.** El comprador y el vendedor se reúnen para revisar los estados y registros contables. Aquí es la oportunidad para resolver cualquier duda que se presente.

**Aclaración de objeciones.** Cualquier objeción planteada en la promesa de compra deberá quedar resuelta en este momento.

**Subrogación de cualquier leasing o deuda.** El asesor gestiona ante el dueño del leasing la subrogación de cualquier leasing o deudas existentes.

**Establecimiento de un abogado independiente.** El asesor le suministra todos los documentos necesarios a un abogado independiente e imparcial.

**Búsqueda y verificación de la información (*Due Diligence*).** El abogado verifica la información haciendo una investigación exhaustiva.

**Arreglos de deuda y leasing.** El asesor se encarga de **organizar** lo relacionado con las subrogaciones de **deudas** y leasing.

**Inventarios.** Se hacen los arreglos para que **comprador** y vendedor cuenten y valoricen el inventario que exista.

**Cierre.** Las partes firman los **documentos**.

## ***Venta***

En el proceso de venta de un negocio se deben tener en cuenta veinte pasos para obtener un resultado satisfactorio.

Los veinte pasos para vender una firma y su relación con su **asesor** en la venta

**Compromiso.** Es el compromiso de vender un negocio a precios y condiciones coherentes con lo que existe en el mercado.

**Documentación.** Usted está de acuerdo con **suministrarle** al asesor toda la información recibida en el proceso.

**Valoración y determinación del precio.** El asesor analiza y el **negocio** y **sugiere** un precio de venta.

**Promoción de la venta.** El asesor promueve con publicidad para tratar de obtener la mayor cantidad de respuestas de interesados en comprar.

**Selección preliminar.** El asesor hace una revisión de los interesados y **desecha** los que considera inadecuados.

**Presentación.** El asesor presenta a los potenciales interesados el **negocio** objeto de venta.

**Reunión entre comprador y vendedor.** Esto permite un conocimiento mutuo y que surjan preguntas de ambos lados acerca de la operación.

**Asistencia y asesoría financiera.** El asesor usualmente tiene fuentes de financiación disponibles o los contactos de las personas o entidades que las tienen, de modo

que pueden facilitar la operación de compraventa. Esta asistencia consiste ofrecer asesoría en la forma de financiar la compra o proveer de recursos al comprador.

**Oferta de compra.** El asesor le ayuda al comprador a elaborar una propuesta de compra acompañada de un pago inicial para respaldar la seriedad de la oferta.

**Presentación de la oferta.** El asesor presenta la oferta del **comprador** al vendedor.

**Aceptación.** Usted puede aceptar a propuesta como está o hacer una contra oferta.

**Explicación.** El asesor le explicará en detalle al vendedor, los términos y condiciones de la oferta del comprador.

**Acuerdo.** Cuando el comprador y el vendedor se ponen de acuerdo en los términos y condiciones del negocio, se firma una promesa de compraventa.

**Inspección.** El comprador y el vendedor se reúnen para revisar los estados y **registros** contables. Aquí es la oportunidad para resolver cualquier duda que se presente.

**Aclaración de objeciones.** Cualquier objeción planteada en la promesa de compra **deberá** quedar resuelta en este momento.

**Subrogación de cualquier leasing o deuda.** El asesor gestiona ante el dueño del leasing la subrogación de cualquier leasing o deudas existentes.

**Arreglos de deuda y leasing.** El asesor se encarga de organizar lo **relacionado** con las subrogaciones de deudas y leasing.

**Preparación del cierre.** Todos los documentos necesarios para el cierre son **preparados** por el abogado neutral.

**Inventarios.** Se hacen los arreglos para que comprador y **vendedor** cuenten y valoricen el inventario que exista.

**Cierre.** El asesor ayuda al vendedor para que haya una **transferencia** de la propiedad muy fácil y sin tropiezos. Las partes firman los documentos.

### ***Bibliografía***

BPlan <http://www.bplans.com/index.cfm>, visitada junio de 2004

Fradique Méndez, Carlos, Marco legal para adquisición de empresas, en Cárdenas, J. H. y M. L. Gutiérrez (Coordinadores), *Gerencia Financiera. Experiencias y oportunidades de la Banca de Inversión*. TM Editores – Ediciones Uniandes, 2000

National Productivity Corporation, *The Productivity COMPASS (Company Manual for Productivity Assesment)*, 1994 (Reimpresión de 1995).

Purcell, Jr., W.C., *Cómo comprender las finanzas de una compañía. Un enfoque gráfico*, Editorial Norma, Bogotá, 1984.

Vélez Pareja, Ignacio y Ricardo Dávila, 2000, Análisis y planeación financieros (Borrador: Notas de clase), disponible en [www.cashflow88.com](http://www.cashflow88.com) (Decisiones de inversión).

Vélez Pareja, Ignacio, "The Colombian Stock Market: 1930-1998", *Social Science Research Network (www.ssrn.com)*, International Finance (WPS) Vol.4 No.17 June 3, 1999 y en Capital Markets Abstracts: Asset Pricing and Valuation (WPS) Vol.2 No.8 February 25, 1999,

Vélez Pareja, Ignacio, *Decisiones de inversión. Para la valoración financiera de proyectos y empresas*, Editorial Universidad Javeriana 5ª edición 2006.

Vélez Pareja, Ignacio "A propósito de la valoración de empresas". *Actualidad Gerencial*, año 2 No. 7, Junio, 1981.

Tham, Joseph e Ignacio Vélez Pareja, *Principles of Cash Flow Valuation*, Academic Press, 2004