

Tipos de due diligence y control estratégico financiero en las valuaciones de F&A **Tapia, Gustavo N.**

1. Consideraciones previas

El comprador antes de desembolsar el precio necesita conocer la empresa objeto de su inversión. De nada sirve haber detectado una oportunidad para expandir el negocio, aumentar ganancias o captar mercado, si una vez que la operación se cerró, la situación patrimonial, económica y financiera no es como se pensaba. El due diligence, a través del estudio del negocio que se pretende concretar, apunta a minimizar este riesgo.

Un due diligence profundo y eficiente puede proporcionarle varios beneficios al comprador, como por ejemplo:

- a) una posible reducción de precio;
- b) la modificación de términos y condiciones no financieras del acuerdo;
- c) que se determinen declaraciones, garantías y cláusulas contractuales favorables;
- d) el aumento del nivel de seguridad y tranquilidad respecto a la realización de la operación;
- e) un mayor y mejor entendimiento del negocio que se está adquiriendo.

A los efectos de llevar a cabo este análisis, con la verificación de la información, el vendedor puede proporcionar la misma en forma convencional o mediante la modalidad conocida como data room. En el due diligence convencional el comprador le presenta al vendedor los requerimientos de información, quién la prepara y se la entrega para su análisis. Además el comprador tiene entrevistas con la gerencia y el personal de la empresa objetivo y accede a las instalaciones de la misma. Se establece un contacto más personalizado con la empresa objetivo. En cambio la modalidad de data room consiste en que el vendedor proporciona la información para los potenciales compradores y la pone a su disposición en una sala (room), la cual se establece fuera de las instalaciones de la empresa objetivo.

El due diligence convencional es más flexible dado que hay un contacto fluido y personalizado entre las partes, pero plantea la dificultad de que aumentan las interrupciones haciendo que el proceso de la negociación se enlentezca y que el negocio pierda su privacidad. La modalidad de data room resulta la más adecuada cuando la operación es altamente confidencial y se pretende mantener a la gerencia lo más alejada posible del proceso.

El equipo debe ser multidisciplinario y contar con especialistas en aspectos contables y financieros, especialistas en asuntos tributarios, especialistas en aspectos legales, especialistas en aspectos operativos, tecnológicos y medioambientales del negocio y especialistas en aspectos estratégicos y comerciales de la empresa objetivo, para así poder abarcar todos los puntos de estudio y requerimientos sobre los cuales la empresa compradora necesita información.

Parte del éxito del due diligence dependerá de una adecuada composición del equipo que llevará adelante el proceso, así como también del tiempo y recursos que sean asignados para llevar a cabo las tareas.

Para determinar la composición del equipo de trabajo se debe tener en cuenta la complejidad y el riesgo del trabajo. Normalmente se considera lo siguiente:

- El alcance, la complejidad y oportunidad de los procedimientos planeados.
- El número de instalaciones y la distribución geográfica de las operaciones y los datos financieros (como, por ejemplo, sistemas contables centralizados o descentralizados).
- La industria.
- La situación financiera de la empresa objetivo y del cliente.
- El tamaño y la estructura de la transacción.
- Lo elaborada que sea la gerencia de la empresa objetivo y del cliente.
- La complejidad de la contabilidad y sus operaciones.

El equipo de due diligence se organiza en varios sub-equipos de trabajo, a los cuales se les asignará un

área de estudio en particular: Cada uno de estos sub-equipos estará a cargo de un profesional, quien será asignado según su especialidad sobre el tema de estudio en particular. A medida que los sub-equipos avanzan en la investigación, irán comunicando al resto, los avances del estudio y los hallazgos. Esto permite que cada sub-equipo vea si los puntos detectados por el resto, tienen o no implicancias en su área de estudio. Es importante la continua retroalimentación de información entre los distintos sub-equipos, para asegurar que todos estén informados sobre el proceso de due diligence general.

2. Tipos de due diligence

2.1 Due diligence legal

Este es un área de análisis para el profesional abogado, pero requiere la participación del contador público en algunos aspectos. Un due diligence legal necesariamente debe ser completo, cuidadoso y con suficiente coordinación y comunicación entre este equipo y el grupo inversor a lo largo de todo el proceso. Este due diligence abarca el análisis de los aspectos legales de la operación de compra o fusión -por ejemplo el contrato de la operación- y el análisis de la empresa objetivo en sí, o sea sus relaciones contractuales internas (con accionistas, empleados) y sus vínculos legales con terceros externos (proveedores, gobierno).

En lo que respecta al contrato de la operación, habrá que asegurar que los mismos sean documentos jurídicos válidos, que reflejen el acuerdo entre las partes y garanticen los derechos y obligaciones de los involucrados. En éstos deben quedar reflejados todos aquellos aspectos derivados de la fase de negociación y de las conclusiones del due diligence, así como otros aspectos accesorios, como por ejemplo las garantías por situaciones que han de resolverse en el futuro.

En lo que respecta al análisis de la empresa en sí, se deben considerar ciertos aspectos que son fundamentales:

* **Social:** implica la revisión de los asuntos societarios verificando el cumplimiento de normas como ser libros sociales, actas de directorio, actas de asambleas ordinarias y extraordinarias, etc. Se debe analizar si las situaciones reales concuerdan con las legales.

Además se debe analizar la composición accionaria, tipo de acciones, identificación de la propiedad de las mismas, verificar prendas u otro tipo de afectación que comprometan la libre disposición de las acciones.

* **Laboral:** implica la revisión de los convenios colectivos por sector, convenios internos específicos de la empresa y todas aquellas obligaciones contractuales de naturaleza laboral. Debe analizarse el cumplimiento de esos acuerdos y determinar la eventualidad de reclamos. Una vez verificado el cumplimiento de los aspectos contractuales, se examinará la correcta liquidación de las partidas, y en caso de encontrar errores se cuantificará la contingencia.

También debe controlarse el cumplimiento de los aspectos formales.

* **Seguridad Social:** implica analizar el cumplimiento de las obligaciones en materia de seguridad social. La verificación de los cálculos de los aportes y retenciones en tiempo y forma son tareas importantes de este punto.

* **Bienes de la empresa:** implica analizar la existencia de prendas o garantías sobre los bienes u otros gravámenes para determinar si existe o no una libre disposición sobre los mismos. Se analiza la existencia de contratos de leasing sobre los bienes de uso, las cláusulas, vencimientos y opciones de compra. El equipo legal también deberá vincularse con las distintas áreas, entre ellas una fundamental es el área tributaria a fin de observar el cumplimiento de las leyes impositivas por jurisdicción, los criterios empleados y las fortalezas como incentivos, ventajas fiscales, promoción, etc.

El due diligence legal requiere que se preste cuidadosa atención a actuales y posibles futuros litigios que la empresa objetivo pueda afrontar. Como los litigios pueden provenir por deudas, ya sea con la autoridad impositiva, clientes, empleados, grupos de interés, bajo la forma de incumplimiento de contrato y obligaciones, incumplimiento de la responsabilidad asumida o incumplimiento de las garantías presentadas, es sumamente importante, que a la hora de cerrar un negocio, todos estos asuntos sean estudiados por parte de los profesionales intervinientes en forma detallada y cuidadosa (1).

Se puede concluir entonces que los principales propósitos de un due diligence legal son los siguientes:

1. el descubrimiento de asuntos legales que pudieran tener implicancias o acarrear consecuencias negativas, que ocasionaran que el trato no se cierre y,

2. una revisión de todas aquellas situaciones legales en las cuales la transacción toma lugar, para asegurar el profundo conocimiento del significado de todos los aspectos involucrados.

Para el abogado, el primer punto señalado toma lugar dentro de una situación donde se coordinan los esfuerzos de distintos profesionales, distintas experiencias, contadores, banqueros, expertos en tecnologías y tal vez investigadores privados. Sin embargo, el segundo punto, es principalmente de especialidad del abogado, donde éste despliega su destreza profesional.

2.2. Due diligence estrategico

Esta es una de las áreas de actuación por parte de los profesionales de ciencias económicas y es de vital importancia que se lleve a cabo en forma correcta, porque de ésta depende gran parte del éxito o fracaso de la operación. Se puede afirmar que algunas de las fusiones y adquisiciones de empresas fracasan pues no logran cumplir con el objetivo principal de crear valor para los accionistas. Muchas veces esto es debido a la imposibilidad de alinear la estrategia del negocio con el proceso de fusión o adquisición. He aquí la importancia de llevar a cabo un buen y efectivo trabajo de due diligence estratégico. Lo que se trata de confirmar con el due diligence estratégico, es precisamente ver si la táctica que existe detrás de la operación, comercialmente resulta atractiva y si efectivamente creará el valor esperado.

El due diligence estratégico comienza analizando corporativamente a la compañía, su estrategia y planificación. Las transacciones que prosperan (ya sea a nivel internacional o dentro del mismo país) comparten un elemento en común: las estrategias entre la empresa objetivo y la empresa inversora están alineadas.

Para indagar sobre la lógica de una transacción, se deben realizar por lo menos las siguientes cinco preguntas:

— Formulación de la estrategia: ¿es la transacción (fusión, adquisición, joint venture, alianza estratégica) requerida para llevar a cabo una única táctica de negocios o corporativa?

— Pantalla de la empresa objetivo: ¿quién es el mejor candidato para empresa objetivo, basado en su atractivo y disponibilidad?

— Due diligence: ¿será la inversión la indicada según los objetivos estratégicos del inversor?

— Valuación de la empresa objetivo: ¿podremos hacer el trato al precio correcto?

— Integración: ¿podremos ejecutar la integración o los planes de reestructura luego de que el trato se haya cerrado para hacer rendir al máximo el valor de la inversión?

Antes de tratar de incorporar un trato de fusión y/o adquisición a la estrategia de la empresa, se debe tener un absoluto conocimiento de la posición estratégica actual, previa a la inversión.

Se analizará especialmente:

Costos

Primero, hay que analizar la unidad estratégica de negocios propia de la empresa inversora, así como la posición relativa de los costos respecto de los competidores, e identificar oportunidades para la reducción de dichos costos.

Se destacan los siguientes puntos: posición relativa de costos, experiencia, asignación por departamentos y unidades de negocio, las mejores prácticas.

Clientes

Identificación y maximización de la estrategia en cuanto a tamaño y participación en el mercado, segmentación y posicionamiento, distribución, clasificación y valuación de clientes, comunicaciones.

Competidores

En tercer lugar, hay que investigar las oportunidades de alcanzar la diferenciación y predecir los movimientos de la competencia. Las capacidades de producción de cada uno, la posición competitiva, el análisis de rendimiento en cada cadena productiva, la dinámica y reacción esperada, la performance lograda,

las habilidades especiales para comprar, producir, comercializar, etc., las estructuras organizativas, son temáticas atinentes a este punto.

El due diligence estratégico es el trabajo que se realiza para determinar si una empresa objetivo en particular puede cumplir y llevar a cabo su táctica de negocios.

Es necesario identificar fehacientemente el fundamento estratégico del negocio. Se pueden perfeccionar con mejoras que tendrán que evaluarse como parte del proceso de planeamiento de la empresa objeto de compra.

— Inversiones en activos: las influencias ejercidas para que una empresa compre toda la partición de otra empresa, se da porque se buscan adquirir activos. A menos que un inversor privado haya previamente invertido en otras compañías de la industria, esta forma de invertir implica adquirir una empresa y volverla más eficiente y rentable que si dicha empresa trabajara por cuenta propia y sin integración operacional. Típicamente, estas transacciones mejoran las performances a través de incentivos de compensaciones, cambios gerenciales y reduciendo los costos.

— Escalas: la estrategia de mejora más utilizada es la de ampliar y expandir las escalas. Las escalas no solo significan hacerse más grandes. La meta es utilizar escalas en elementos específicos de un negocio para volverse más competitivo. Para esta instancia, si los costos de mayor materialidad son significativos, reducir los mismos por volúmenes será una utilización efectiva de las escalas. Si las adquisiciones por parte de los clientes son críticas, los canales de distribución también serán críticos. Si se quiere adquirir economías de escalas, se necesitará tener el negocio y el mercado bien definido; y a su vez tener en cuenta que los cambios en los mercados y en las estrategias de negocios, harán cambiar las escalas de producción y por lo tanto se deberá hacer una revisión de lo planeado.

— Negocios adyacentes: otra de las mejoras estratégicas que se pueden implementar son las expansiones dentro de la misma industria, o lo que se llama la adquisición de negocios contiguos o adyacentes. Esta mejora puede significar expandir un negocio a nuevas localidades, desarrollando nuevos productos en mercados donde ya se tiene participación, o proveer productos o servicios a más grandes mercados que se encuentran en crecimiento o a más clientes. La experiencia ha mostrado que estas adiciones deben estar relacionadas directamente con el negocio principal de la empresa inversora.

— Espacio: el ensanchamiento del espacio de una compañía está estrechamente relacionado con la expansión a través de negocios adyacentes, pero en lugar de adquirir un negocio relacionado, el inversor está comprometido en la adquisición de conocimiento para acelerar o sustituir el negocio existente a través del desarrollo e I&D.

— Transformación: las empresas pueden utilizar la expansión externa para redefinir sus estrategias y negocios. La transformación es una estrategia apropiada cuando las capacidades y recursos de una organización crecen rápidamente, por ejemplo, debido a un cambio tecnológico, ya que en dichas circunstancias, la empresa no puede afrontar en forma rápida estos cambios, ni haciendo inversiones internas, ni ajustes dentro de la compañía.

En ocasiones, una estrategia de adquisición osada puede redefinir la industria entera, cambiando los límites de competencia y forzando a los rivales a reevaluar sus modelos de negocios. Una adquisición de este tipo es de las más arriesgadas en cuanto a rentabilidad se refiere.

Una vez que los planes estratégicos producen una rentabilidad adecuada como para realizar una transacción de adquisición y/o fusión, se debe emprender una serie de revisiones comerciales de cada objetivo que se identificó anteriormente. Este proceso de revisión o due diligence estratégico, identifica los conductores de ganancias para establecer si la empresa objetivo será una buena inversión.

En el caso de transacciones internacionales, las complicaciones suelen darse en tres niveles: peculiaridades del mercado local, diferencias culturales, y asuntos legales y regulatorios. Estos factores afectan el valor a la empresa y se vuelven muy importantes cuando se evalúa la estrategia de rentabilidad del trato:

— Peculiaridades del mercado local: una variedad de factores, desde el ambiente hasta la dominancia de

los competidores locales, conducen las tendencias en un mercado.

— Diferencias culturales: los diferentes estilos en la forma de realizar negocios hacen que los mismos varíen de país en país. Además, las particularidades culturales de cada región, dictan la estructura organizacional de la empresa objetivo.

— Asuntos regulatorios: deben tenerse en cuenta estos aspectos, debido a que los mismos varían de región a región.

PECULIARIDADES DE LOS MERCADOS LOCALES	DIFERENCIAS CULTURALES	ASUNTOS REGULATORIOS/LEGALES
DIFERENTES CANALES DE VENTAS	FORMA DE HACER LOS NEGOCIOS	LEYES LABORALES
DIFERENTES PATRONES PARA LAS AQUISICIONES	ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL	IMPLICACIONES LEGALES
	PLITICAS LOCALES	REQUERIMIENTOS FINANCIEROS Y OPERACIONALES

Complejidades en transacciones internacionales. Fuente: Rosenbloom H. (2006)

Como síntesis podemos concluir que los objetivos de la revisión estratégica son la identificación de las tendencias del entorno general y sectorial que afectarán el comportamiento futuro de la empresa objetivo y la confirmación de la compatibilidad estratégica de la empresa objetivo dentro del portafolio de inversiones del comprador.

2.3. Due diligence operativo

Una operación de fusión o una adquisición de empresas involucran riesgos operacionales grandes. El grado de riesgo asumido puede ser mitigado mediante un adecuado proceso de due diligence operativo e implementando luego, mecanismos para evitar las posibles contingencias detectadas por el trabajo. Es muy importante antes de analizar los aspectos operativos, que los lineamientos estratégicos sean claramente definidos.

Resulta evidente que el alcance del trabajo dependerá del tipo de negocio que realice la empresa, del sector de actividad y de la calidad de la información que proporcione la empresa objetivo. Como el due diligence operacional puede ser muy variado en sus temas de estudio y según la empresa objetivo, las consideraciones significativas y elocuentes son difíciles de realizar, pero sin embargo se puede afirmar. Sin embargo es posible contemplar:

* La creación de un nuevo producto o servicio: el due diligence requiere que sea entendida la forma en que la empresa objetivo crea los nuevos productos o servicios que son posteriormente comercializados. Por ejemplo, se deben realizar preguntas tales como: ¿es el proceso realizado al azar o es organizado?, ¿está el equipo de investigación y desarrollo atento a las necesidades de los clientes?, ¿qué tan buena es la propiedad intelectual de la empresa objetivo?, ¿es ésta real?, ¿tiene la empresa los derechos de la propiedad intelectual de la que hace usufructo?

* Mercados: aquí podemos formular preguntas tales como: ¿es la demanda básica?, ¿quiénes compran los productos o servicios que la empresa ofrece (compradores particulares-compañías-gobiernos)?, ¿es el mercado donde actuamos maduro?, ¿cuáles son las empresas con las que compartimos dicho mercado?, ¿cuáles son los factores que afectan la demanda (condiciones generales del mercado, cambios en la popularidad de los productos, nuevos productos y/o servicios, consideraciones ecológicas)?, ¿puede el mercado expandirse?, ¿cómo está éste segmentado (por ejemplo por tipo de cliente, productos, aspectos geográficos, canales de distribución, precios)?, ¿se mueve el mercado en forma cíclica?

* Competencia: el due diligence debe descubrir a sus competidores en el mercado, por lo que debe formularse a modo de ejemplo las siguientes preguntas: ¿quiénes son los competidores a los que me enfrento y cuáles son los mercados que compartimos?, ¿en qué está basada la competencia, precios, servicios ofrecidos, calidad, o algo más?, ¿cuál es el tamaño del mercado actual en el que opero y cuáles serán sus dimensiones en el futuro?, ¿a qué disposiciones federales, estatales o locales está sujeto el mercado en el cual

me desempeño?

* Ventas: quienes venden los productos o servicios que la empresa desarrolla, ¿los empleados?, ¿vendedores o agentes de ventas independientes?, ¿cómo está la fuerza de ventas organizada?, ¿es ésta centralizada u organizada por regiones?, ¿cómo son los vendedores compensados, en sus salarios, por el método de comisiones o ambos?

* Asuntos relativos al personal y a la organización: ¿cuántos empleados son y cuáles son sus funciones?, ¿hay un adecuado conjunto de herramientas en las distintas áreas geográficas donde se desempeña la empresa?, ¿son esas áreas atractivas? ¿Cuál es la moral de los empleados?, ¿cuáles son los términos de pactos colectivos?, ¿cuáles son los programas de beneficios para los empleados (vacaciones, faltas por enfermedad, seguros)?, ¿quiénes son los manager seniors y cuáles son los sucesores?, ¿existe la posibilidad de utilizar servicios de investigadores privados para descubrir información que podría resultar perjudicial y embarazosa para los ejecutivos y managers?, ¿cuáles son las trayectorias en las carreras profesionales dentro de la empresa y la posibilidad de la misma de retener al personal valioso?, ¿cuál es la naturaleza y tamaño de las compensaciones a nivel gerencial?, y en el caso del resto de los empleados, ¿es posible comparar éstas a nivel regional y con la rama de actividad?

Las fronteras o límites que dividen el due diligence legal, del financiero y del operacional, así como los restantes tipos, son permeables. Por ejemplo, si tenemos una empresa que queremos adquirir pero la misma tiene un problema medioambiental por no cumplir con una condición, nos va a implicar estudios complementarios en los distintos tipos de due diligence a realizar. En un caso de éstos, el equipo de due diligence legal deberá analizar el asunto pues la empresa que va a invertir debe estar al tanto de cuáles son las consecuencias legales por no cumplir con la reglamentación establecida. Esto hará que el equipo de due diligence financiero y contable también deba estudiar el problema para poder cuantificar en términos monetarios cuáles serán los costos asociados, los futuros flujos de fondos, proyecciones, ratios, ganancias, ventas, garantías solicitadas, por mencionar algunos. A su vez, el equipo de due diligence operacional deberá enfocarse en cómo ese problema puede afectar la producción del día a día y la operativa normal.

2.4. Due diligence financiero-contable

Estas son áreas específicas de actuación del profesional en ciencias económicas. Ambos, due diligence financiero y contable, están estrechamente relacionados. El due diligence financiero es el proceso a través del cual los inversores determinan si la inversión que piensan realizar, tiene sentido financiera y comercialmente. El due diligence financiero implica corroborar, por medio de una tercera parte, si la información proporcionada por la empresa objetivo es verídica. Aquí el inversor evalúa la viabilidad económica y proyección a futuro de la empresa objetivo, así como el capital demandado para realizar el trato y las metas a alcanzar.

Las expectativas no realistas, un due diligence incompleto o inapropiado en sus procedimientos, o inadecuadas búsquedas de información relacionada a la empresa objetivo, condicionarán al fracaso de la operación.

Por otro lado, el due diligence contable, se relaciona más directamente con la información contable proporcionada por la empresa objetivo. Los procedimientos de este due diligence están más enfocados en realizar test de razonabilidad de los saldos de los estados contables a través de procedimientos de auditoría. Los procedimientos deben concentrarse en los controles internos de los métodos contables utilizados por la empresa que será adquirida, en sus sistemas de información y en el procesamiento de la misma, con la correcta aplicación de los principios y criterios contables. Se determinará de este modo si existen maniobras sobre las valuaciones o exposición de la información.

El due diligence financiero y contable debe agendar todos los aspectos comerciales y operacionales de la empresa objetivo, aún aquellos que pueden ser los más insignificantes y pequeños de los indicadores, pues éstos pueden ser llamados de atención de futuros y serios problemas, con lo que el análisis debe ser riguroso.

Los procedimientos de un due diligence financiero comienzan en la etapa de planeamiento y no concluyen hasta que el trato esté cerrado. La fiabilidad de las figuras, análisis, balances contables, reportes y cualquier otra información financiera será buena si las personas y sistemas encargados de proporcionarlas, hacen

correctamente su trabajo. El proceso entero de due diligence debe estar basado en la confianza. El nivel de dicha confianza varía según la empresa objetivo y el equipo gerencial que la conduce, por eso se debe tener un amplio conocimiento del historial de la empresa, los antecedentes, la información básica de la misma.

El planeamiento del due diligence es crítico a la hora de ejecutarlo y llevar a la práctica los planes de trabajo. El planeamiento incluye definir el objetivo del trabajo, así como las conclusiones a las que se arribará. El testeo de las aseveraciones proporcionadas por los managers de la empresa objetivo debe ser iniciado desde el estudio de los antecedentes de la empresa, así como la puesta a prueba de los controles internos.

El due diligence, en cualquier tipo de transacción, es responsabilidad del equipo de managers inversores. Mientras la autoridad para tomar decisiones debe ser delegada y compartida con profesionales independientes, la empresa inversora debe asumir la última responsabilidad y la palabra sobre la transacción, pues el inversor es el responsable financiero de la transacción.

La forma de la inversión también afecta como el due diligence será efectuado. Si la transacción es estructurada para adquirir ventajas o puntos fuertes de la empresa objetivo, el nivel y el ámbito de los procedimientos de due diligence variarán respecto de aquellos en los cuáles la transacción está definida como una compra compartida por más de una empresa inversora, pues los riesgos asumidos serán diferentes. En una adquisición compartida, el inversor asume todos los riesgos de los bienes y posesiones declarados y no declarados y las responsabilidades de ambos.

Para una adquisición de bienes, posesiones y responsabilidades, la seguridad de los números solo se relaciona con la información aplicable para éstos.

Deberán incluir por lo menos los siguientes puntos de estudio:

- El equipo comprador deberá identificar claramente los bienes y posesiones que serán adquiridos y las responsabilidades que serán asumidas, y luego determinar la extensión de los procedimientos de due diligence.

- Los procedimientos de due diligence deben ser ajustados para evitar la duplicación de esfuerzos.

- La veracidad de la información debe ser verificada a través de metodologías como; observación directa, confirmaciones de saldos, revisión de documentación y de trabajos de terceros, comunicaciones, inventarios.

- Para las responsabilidades asumidas, deberán hacerse los siguientes estudios: confirmación de pasivos, revisión de pagos y documentación fiscal, contingencias legales, contacto con asesores legales externos.

- Evaluar los resultados de los procedimientos efectuados y coordinar con otros miembros del equipo de due diligence para asegurar que los descubrimientos sean estudiados cuidadosamente y consistentemente para minimizar la posibilidad de errores y de duplicación de esfuerzos. Cada uno de los asuntos descubiertos debe ser estudiado y resuelto.

- Obtener una lista de los reportes financieros producidos por los sistemas de información y los managers de la empresa objetivo.

- Consultar con los equipos de due diligence legal y de impuestos para asegurarse de que todos los puntos importantes, tanto a nivel legal como impositivo, han sido considerados.

Un due diligence contable requiere experiencia, entrenamiento, y conocimiento de los principios básicos de contabilidad, conocimiento de las prácticas contables y regulatorias de un país determinado, y un básico conocimiento de los temas fiscales que surgirán de la transacción. Críticamente, aquellos que lleven a cabo el due diligence, deben conocer como la transacción afectará al inversor luego de que el trato este cerrado.

La reputación de la empresa en su comunidad y las relaciones con las autoridades regulatorias locales sin duda van a crear una base de datos sumamente valiosa a la hora de practicar el due diligence. Este tipo de información, junto con más evidencia, proporcionará a la empresa inversora un panorama a favor o en contra de una decisión de adquisición y/o fusión.

En especial debe atenderse en el due diligence contable, a las erogaciones en Investigación y desarrollo (I&D), a la justificación de las provisiones para impuestos —particularmente sobre la renta-, provisiones frente a juicios, provisiones para gastos entre ellas las referidas a programas establecidos o a implementar en

relación al personal.

Los estados financieros son generalmente preparados bajo la asunción de empresa en marcha. Pero otras asunciones pueden ser también tomadas en cuenta como la de empresa en liquidación donde los bienes y posesiones, así como las responsabilidades son valuadas a valores de liquidación. La asunción de empresa en marcha, toma como base que la empresa continuará operando por lo menos un año más. El equipo de due diligence deberá determinar si la empresa está experimentando problemas financieros, por lo que se requiere prestar atención a:

- Continua pérdida de operaciones.
- Imposibilidad de generar cash flows positivos.
- Excesivos niveles de inventario, combinado con ventas decrecientes.
- Ratios negativos.
- Imposibilidad de lograr convenios con los acreedores.
- Desacuerdo con los asesores contables externos.
- Injustificada partida del personal clave.
- Niveles bajos de capital.
- Cierre involuntario de plantas de producción o pérdida involuntaria de bienes y posesiones.

La existencia de cualquiera de estos factores es una fuerte señal de que la empresa objetivo está experimentando problemas financieros. El equipo de inversores debe reconocer que los propietarios de la empresa van a estar más propensos a aceptar un precio bajo de compra.

2.5. Due diligence fiscal

El due diligence fiscal de adquisiciones y/o fusiones para cualquier inversor, implica realizar un balance entre el cumplimiento fiscal al que estará obligado por la regulación existente y los futuros planes fiscales que tiene en mente. El peso que el inversor le dé a cada uno de éstos puntos dependerá del tipo de inversión que se pretende realizar. Un inversor que planea la adquisición de los bienes y posesiones de una empresa objetivo deberá incurrir en un mayor tiempo para planear las futuras operaciones fiscales a seguir y no preocuparse tanto por los planes establecidos en el pasado por la empresa objetivo.

Muchos inversores creen que este tipo de due diligence está enfocado en las actividades de cumplimiento pasadas de la empresa objetivo. Sin embargo, el tax due diligence comienza en el momento que el inversor de manera activa considera a la empresa objetivo.

Los expertos de impuestos deben descubrir los problemas fiscales más significativos que se originan por el solo hecho de efectuar la transacción, y a su vez deben estudiar las ventajas fiscales que se pueden obtener de la misma. Típicamente, los inversores son reacios a repasar mentalmente cualquier parte del trato pues esto podría reabrir renegociaciones del mismo. A menudo, la consecuencia de esto, es la adopción de estrategias fiscales mediocres que fracasan en la obtención de beneficios fiscales.

Es muy importante para aquellos que llevan a cabo el due diligence, coordinar esfuerzos con otros miembros del equipo de due diligence. Muchos inversores, erróneamente, asumen que el due diligence fiscal, el financiero y contable, el legal, el estratégico, medioambiental y otras actividades de due diligence son llevadas a cabo en forma hermética por equipos diferentes y que cada uno actúa en forma independiente sin consultar con los demás.

Otra área importante en el due diligence fiscal es estudiar la regulación a nivel internacional que puede afectar los planes impositivos así como el acatamiento de las regulaciones a estos niveles. Muchos inversores se enfocan solamente en los impuestos a nivel local y nacional. Si bien este tipo de impuestos son los más importantes pues son los que estarán regulando la operativa de la empresa, la existencia de regulaciones internacionales deben ser tomadas en cuenta por los inversores y nunca ser desconsideradas.

Los directivos que han tomado la decisión de invertir, deben preguntarse: ¿cuál es el plan fiscal más eficiente a tomar para que la empresa sobreviva? Sin duda el equipo de due diligence haya estudiado y definido cuáles son los métodos que practicó la empresa objetivo para estos fines dentro de la regulación fiscal establecida por el estado, pero luego de la transacción, los inversores tendrán nuevos planes para la

compañía y redefinirán varios métodos para llevar a cabo las operaciones de la misma, que pueden implicar la adopción de nuevas prácticas contables, ya sea manteniendo los criterios fiscales que la empresa tenía antes de la adquisición o nuevos. Lo que los inversores deben buscar es minimizar los costos fiscales y reducir los riesgos asociados, incrementando las deducciones admitidas para la liquidación del impuesto a las ganancias.

El equipo de due diligence, deberá llevar a cabo un proceso de estudio donde se verifiquen las obligaciones fiscales a las que ha estado sometida la empresa objetivo, así como su correcta liquidación y posterior pago de la deuda. En caso de que la empresa no haya cumplido con la regulación existente, el equipo deberá estudiar cada caso, los montos evadidos y las deudas originadas por estos conceptos. Si la empresa está bajo inspección, el equipo deberá solicitar cualquier información al respecto y efectuar una cuantificación. Asimismo, el inversor deberá estudiar los años posteriores que aún pueden ser objeto de inspección y en caso de que se detecten contingencias significativas, tanto de años anteriores como en el periodo actual, el equipo junto con los inversores deberán redactar una cláusula dentro del contrato de adquisición, donde la empresa objetivo se obligue a una indemnización por estos conceptos. Por otro lado, los análisis de precios de transferencia y de prescripción en materia fiscal son relevantes en los tiempos actuales.

En conclusión, podemos decir que los objetivos del due diligence fiscal son:

1. Evaluar los procedimientos y criterios aplicados en las liquidaciones de impuestos por la empresa objetivo.
2. Verificar la existencia de pasivos omitidos o contingentes.
3. Planificación tributaria para optimizar costos fiscales.
4. Análisis respecto al cumplimiento de la normativa reciente sobre precios de transferencia.

2.6. Due diligence organizacional y de recursos humanos

La primera consideración en la preparación de la conducción del due diligence debería ser el objetivo estratégico del trato. Ello debería ser utilizado como el esqueleto dentro del campo de estudio para así definir la profundidad del trabajo de due diligence. En aquellas adquisiciones de empresas que a su vez se integran con otros grupos, el equipo de due diligence debe ser muy detallista a la hora de solicitar y analizar la información. El inversor debería conducir una particular investigación que incluya un análisis pormenorizado de la organización.

Además, especial atención se deberá prestar a la integración de los sistemas de información y a los procesos de trabajo. Muchas organizaciones encuentran también útil identificar al personal clave a quienes les gustaría retener luego de que la integración y trato se ha cerrado.

El equipo deberá prestar especial atención al gerenciamiento, personal y asuntos organizacionales. Asimismo, el equipo deberá examinar los tipos y experiencias de los directivos disponibles en cada una de las empresas que deciden fusionarse, y brindar información para determinar quienes estarán en el equipo directivo de la nueva empresa.

Para poder armar un equipo de due diligence se requiere prestar cuidadosa atención a las necesidades de profesionales especializados que serán involucrados en el trabajo.

Dentro de un equipo de due diligence organizacional y de recursos humanos se deberían incluir los siguientes tipos de personas:

- Especialistas en recursos humanos que tengan una visión estratégica de los asuntos organizacionales que se presentan ante la transacción.
- Managers de áreas funcionales con experiencia técnica y con la habilidad de pensar estratégicamente.
- Individuos con conocimiento de la cultura nacional del lugar donde la transacción tomará lugar. Estos individuos son especialmente importantes pues es muy común encerrarse en las tecnicaturas pequeñas y muchas veces es dejado de lado el ambiente donde uno se va a desarrollar.
- Representantes que puedan identificar información, hacer comentarios críticos y ayudar a interpretar particularidades de la organización.

A su vez, y más allá de la selección de técnicos, entender la cultura es muy importante a la hora de

organizar el equipo. La experiencia anterior del inversor y los hechos propuestos en la transacción, afectan el tipo de información que el inversor considerará necesario recolectar y las técnicas que utilizará para su recopilación. Si las empresas envueltas en la negociación son similares y a su vez el inversor tiene experiencia previa en el país y en el mercado, un due diligence con menos detalles de estudios, sería apropiado; en cambio si el inversor no tiene experiencia en ese mercado o país, sería recomendable realizar un due diligence más extenso y exhaustivo.

El ritmo a seguir por el equipo, se verá afectado también por consideraciones legales y culturales. Cuando comienza el proceso de due diligence es importante establecer que será hecho, cuándo y por quién. Aún un desarrollo de lo más eficiente, se ve influenciado por aspectos culturales. El inversor deberá determinar qué información es absolutamente esencial y cuál podría ser útil para adquirir conocimiento, pero que no haría que el trato se descartara.

En cuanto a los factores culturales de la empresa, imbuida seguramente por la cultura general de la región o del país, destacamos los siguientes conceptos a ser evaluados: uso del tiempo, orientación a la tarea, liderazgos, sistemas de recompensas, actitud frente al riesgo, imagen y sentido de pertenencia, tradiciones, proceso de toma de decisiones y de comunicación, grado de compromiso e involucramiento, filosofías y criterios frente a situaciones nuevas, entre las más importantes. La aceptación de los valores corporativos es un elemento valioso para analizar los recursos humanos y estructuras organizacionales.

Los empleados son uno de los bienes y posesiones más importantes en toda organización. En casos de empresas pequeñas, los empleados son la empresa misma y la pérdida de los empleados clave, así como los que tienen relaciones con los clientes, pueden terminar en situaciones de pérdida de valor agregado.

Además mucha de la información requerida está disponible en el personal, por eso el equipo deberá implementar métodos de entrevistas personales para recopilar datos. Ellos pueden proveer información relacionada a los estilos directivos, detalles que no son mencionados en informes, y a su vez, el contacto directo con los trabajadores sirve para aprender más sobre las habilidades y talentos.

En conclusión, podemos decir que en este tipo de due diligence habrá que:

1. Evaluar la estructura organizativa de la empresa objetivo (estudio de roles y responsabilidades).
2. Evaluar la cultura organizacional de la empresa objetivo.
3. Análisis del estilo y capacidades gerenciales de la empresa objetivo.
4. Análisis de las retribuciones pagadas a personal (directivos, gerentes, personal administrativo y personal operativo) por la empresa objetivo.
5. Analizar los servicios contratados y el pago de honorarios profesionales.

2.7. Due diligence tecnologico y de know how

Aún luego de haber realizado un trabajo detallado de due diligence legal, impositivo, contable y financiero, operativo, y de recursos humanos, siempre surgen asuntos que no han sido resueltos y los profesionales encargados de los trabajos necesitarán aplicar nuevas técnicas para llegar más profundo. Los avances en la investigación tecnológica en los años recientes, han hecho posible la utilización de recursos poderosos que pueden asistir a los profesionales encargados a indagar más pormenorizadamente sus asuntos (2).

Los métodos electrónicos disponibles para la recolección de información, así como los métodos tradicionales, son muy valiosos para el equipo de due diligence a la hora de investigar todos los asuntos concernientes a la empresa objetivo. Los profesionales de due diligence necesitarán información sobre disputas legales, prácticas de negocios, disputas empresariales, propiedad intelectual y asuntos operacionales.

Si nos centramos más en los sistemas tecnológicos de información podemos encontrar que en la actualidad uno de los insumos más importantes para el desarrollo y consecución de una buena gestión empresarial lo constituye el capital que en materia de información y datos cuenta la empresa. Tanto el contenido, como las herramientas de recolección y soporte tecnológico de la información, hacen que el due diligence ponga especial interés en este aspecto. El análisis de los elementos tecnológicos en materia informática abarca más allá de los recursos que en materia de información se manejan, ya que en este tiempo de informatización de

los procesos, las herramientas informáticas son la estructura ósea de toda empresa moderna y competitiva.

Respecto a las herramientas informáticas, se debe tener en cuenta tanto los elementos físicos en materia de hardware como lógicos en materia de software, así como también los aspectos legales que intervienen en ambas.

Los distintos equipamientos hacen una diferencia marcada en materia de valuación, el equipamiento informático puede variar sustentablemente en valor de según las especificaciones de los mismos. Esta revisión debe hacerse con personal idóneo en el área informática, los que darán el veredicto más cercano a la realidad de equipamiento con el que se cuenta, su cuantificación, su potencial uso futuro y algo que no es menor, la posibilidad de que sea compatible con el de la empresa interesada en adquirir o fusionar. Otro aspecto a considerar es si se cuenta con seguros en los equipos, si estos son adecuados en materia de cobertura de riesgo y cuantía de las pólizas, y en caso de existir, deben verificarse las condiciones, como ser: prima de los mismos, cobertura (total o parcial), materialidad de extenderlos, vencimientos y otras características de los contratos de seguros en general y específicamente para estos elementos. En caso que no se cuente con los mismos, se debe cuantificar la variación económica de contratarlos, o el riesgo de no tenerlos ante la eventualidad de un siniestro.

Otro aspecto a considerar y que se encuentra vinculado al campo legal es la existencia de licencias de los programas y si las mismas están vigentes. Respecto a los proveedores, tanto de hardware como de software si los hubiese, deben conocerse las condiciones existentes en caso de contratos de compra exclusiva o no, así como también los costos y respuestas en la provisión de los insumos. Debe saberse si existe dependencia o no de los proveedores y las condiciones de compra.

Como elemento complementario deberíamos ver si existe por parte de la empresa objetivo algún tipo de control interno o auditorías de sistemas anteriores que sirvieran como punto de partida en el análisis de estos aspectos y nos dieran un rumbo de cuál es la situación y la evolución respecto al análisis a llevar a cabo, así como también, de ser posible, una evolución histórica en materia de desarrollo informático.

La información es uno de los activos intangibles más importantes de las empresas hoy en día. La logística, la seguridad y otros aspectos vinculados al manejo de la información son de gran importancia económica y operacional para el futuro, y a su vez permite asegurar la continuidad y desarrollo de la empresa objetivo.

Debe verse si la información es compilada y circula a través de medios manuales o electrónicos; en el primer caso, la conversión a sistemas electrónicos de procesamiento por su volumen y complejidad pudiera ser engorrosa y llevar un costo extra asociado. El tema del respaldo de la información es muy importante. Debe saberse si la información está respaldada dentro de la empresa, así como si es llevado a cabo por una empresa destinada a tales fines.

Tanto el análisis del acceso y seguridad en el manejo de la información son fundamentales económicamente hablando, ya que los cambios de sistemas suelen ser caros, su implementación en paralelo puede traer aparejados inconvenientes de compatibilidad técnica, y grandes costos de duplicidad de esfuerzos en las primeras fases de la transformación, todo esto sumado al tamaño de las empresas que estén en la transacción.

Dentro del manejo de la seguridad debe cuantificarse el riesgo de posibles hurtos y la materialidad de instalar un sistema de protección a la misma. Otro aspecto es cómo los usuarios manejan la información existente. Un adecuado sistema de entrevistas al personal es muy útil a la hora de la evaluación de la tecnología de la información, conocer de primera mano si la información que reciben les es útil y fácil de acceder, así como también si los aspectos de manipulación de los elementos técnicos les son amigables. Conocer si los verdaderos destinatarios están en conformidad con los elementos existentes dará un encuadre más claro de lo que existe y las necesidades de cambios.

2.8. Due diligence medio-ambiental

Debido a la gran y creciente explotación que en los últimos años se han efectuado de los recursos naturales, ha aumentado la preocupación por parte de grupos de defensa del medio ambiente así como también de los organismos estatales por proteger dichos recursos. La preocupación por el cuidado del medio

ambiente ha crecido en los últimos años en nuestro país, procurando crear las bases para la protección del mismo y sancionando a quienes infrinjan las normas.

En lo que refiere a las fusiones y adquisiciones de empresas la consideración de este tema es muy importante. Es necesario que un comprador potencial comprenda la exposición que la empresa a adquirir tiene a los problemas ambientales y, especialmente, en la manera que los mismos puedan impactar en los desembolsos de capital, en caso de tener que regularizar situaciones, y en la creación de pasivos importantes ante litigios existentes por infracción de normas.

El análisis de los aspectos medioambientales en un trabajo de due diligence es llevada a cabo por un profesional especializado en la rama de actividad de la empresa a adquirir y el objetivo de su investigación consiste en identificar obligaciones contingentes originadas por incumplimientos de la normativa medioambiental o en daños causados por contaminación, así como las responsabilidades a las que se debería hacer frente y los costos del tratamiento.

En una sociedad cada vez más preocupada por sus responsabilidades ambientales y el sostenimiento de todas sus actividades, es importante que los compradores y vendedores, así como todos los involucrados en las transacciones de propiedades, conozcan las responsabilidades potenciales implicadas en las operaciones de fusiones y/o adquisiciones.

Fuentes consultadas

<http://www.businessfinance.com/books/VentureCapital>.

<http://www.pytheas.net/docs/requestlist.pdf>.

http://www.gerschick.com/PDF/GBIC_article1.pdf.

<http://www.nbif.ca/files/documents/KauffmanFoundationDuediligence.pdf>.

* Ribeiro, Rodrigo; Seijas, Alicia. Fusiones y adquisiciones de empresas en el Uruguay, (M&A) ; KPMG, 2006.

* Reed Lajoux, Alexandra y Elson, Charles. The Art of M&A Due Diligence; McGraw- Hill.

* Due Diligence for Global Deal Making; Edición: Artur H. Rosenbloom (2006).

* Mascareñas Pérez Iñigo, Juan. Manual de fusiones y adquisiciones de empresas; McGraw-Hill, 1993.

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

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

(1) En la era post ENRON, se incrementaron notablemente los exámenes a las empresas en lo que respecta al cumplimiento de las regulaciones y normas legales vigentes, así como también crecieron los alegatos de comportamientos inapropiados y apartados de la ley de los ejecutivos, directores y empleados en diversas empresas, no cumplimiento de las normas de seguridad laboral, beneficios, regulaciones medioambientales, por nombrar algunas. Es por esto que la participación y trabajo de los abogados en un due diligence es de suma importancia, ya que deben considerar todos estos puntos antes mencionados, que pueden darse en una transacción doméstica; y además deberán estudiar otros aspectos que puedan producirse ante una transacción que cruce las fronteras y donde las partes, al estar en diferentes países, están atadas a la regulación propia de cada domicilio.

(2) En la actualidad ya no es sorpresa que los inversores utilicen como parte del proceso de fusión y/o adquisición, a investigadores privados para chequear las informaciones proporcionadas por los directivos de la empresa objetivo antes de concretar la transacción. Las nuevas tecnologías disponibles han puesto al alcance de los equipos de due diligence, aún cuando se trata de inversiones en las economías domésticas, cualquier elemento que necesiten conocer, tales como ingresos públicos, asuntos regulatorios, litigios civiles, reportes a agencias no estatales, por nombrar algunos.