ie business school

Hogan Lovells

Los contratos de M&A en España

Agradecimiento

ABENGOA
abertis
Aberdeen
vocento
VISTA CAPITAL
acciona
ACS
Bridgepoint
Grupo FerroAtlántica
Unidad Editorial
BBVA
enagas
CVC Capital Partners
GLOBALVIA
QEP
IAG International Airlines Group
REPSOL
H.I.G. CAPITAL
SHERPA CAPITAL
MAHOU SAN MIGUEL
Sabadell
Telefónica
MAGNUM CAPITAL
CEPSA
TORREAL
BME
GRUPO CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS
N+1
PERMIRA
YSIOS CAPITAL
deoleo
endesa
PRISA
TRILANTIC Capital Partners
urbaser
nH HOTELS
MEDIASETespaña.
MCH PRIVATE EQUITY
Gonvarri Steel Industries

Índice

PRÓLOGO 5

¿POR QUÉ UN ESTUDIO SOBRE LOS CONTRATOS DE M&A EN ESPAÑA? 6

CONCLUSIONES 9

1. EL PRECIO 10
- 1.1 El pago 10
- 1.2 Ajuste de precio 10
- 1.3 ¿Cuáles son las magnitudes de referencia para determinar el ajuste de precio? 11
- 1.4 ¿Se aplican los mecanismos de ajuste de precio? 11
- 1.5 *Locked-box* 12
- 1.6 *Earn-out* 13

2. ENTRE LA FIRMA Y EL CIERRE: EL PERIODO INTERINO 14
- 2.1 Condiciones suspensivas 14
- 2.2 MAC 14
- 2.3 Gestión de la *target* en el periodo interino 15
- 2.4 Cierre 15

3. LA RESPONSABILIDAD DEL VENDEDOR 16
- 3.1 ¿Qué se entiende por daño? 16
- 3.2 ¿Cuál es el periodo de reclamación de los daños? 17
- 3.3 ¿Se prevén franquicias? 17
- 3.4 ¿Se fijan límites máximos de responsabilidad? 18
- 3.5 ¿Garantiza el vendedor el pago de los daños? 20
- 3.6 Conocimiento del comprador (*due diligence*) 20
- 3.7 El "leal saber y entender" del vendedor 20

4. PROHIBICIÓN DE COMPETENCIA Y DE CAPTACIÓN DE EMPLEADOS 21
- 4.1 No competencia 21
- 4.2 No captación de empleados 21

5. PARTICULARIDADES EN OPERACIONES DE PRIVATE EQUITY 22
- 5.1 Incentivos al equipo gestor 22
- 5.2 Protección de salida 23

6. RESOLUCIÓN DE CONFLICTOS 24

METODOLOGÍA 26

Prólogo

Estamos encantados de presentar este estudio sobre los contratos de M&A en España (2013-2014), resultado de la colaboración entre el despacho de abogados Hogan Lovells e IE Business School.

A ambas instituciones nos mueve la pasión por la innovación en el mundo del Derecho, proyectada en innumerables ámbitos: su enseñanza, su investigación y su ejercicio.

Fruto de esta pasión emprendimos este estudio, pionero en nuestro país, sobre los contratos de M&A.

IE Business School y el área Mercantil de Hogan Lovells han recabado y procesado con rigor la información proporcionada por 43 grandes empresas y fondos de *private equity*. Su propósito: analizar el contenido de los contratos M&A que están en las mesas de negociación.

Esperamos que el estudio resulte de su interés.

Javier de Cendra
Decano
IE Law School

José Mª Balañá
Socio
Hogan Lovells

¿Por qué un estudio sobre los contratos de M&A en España?

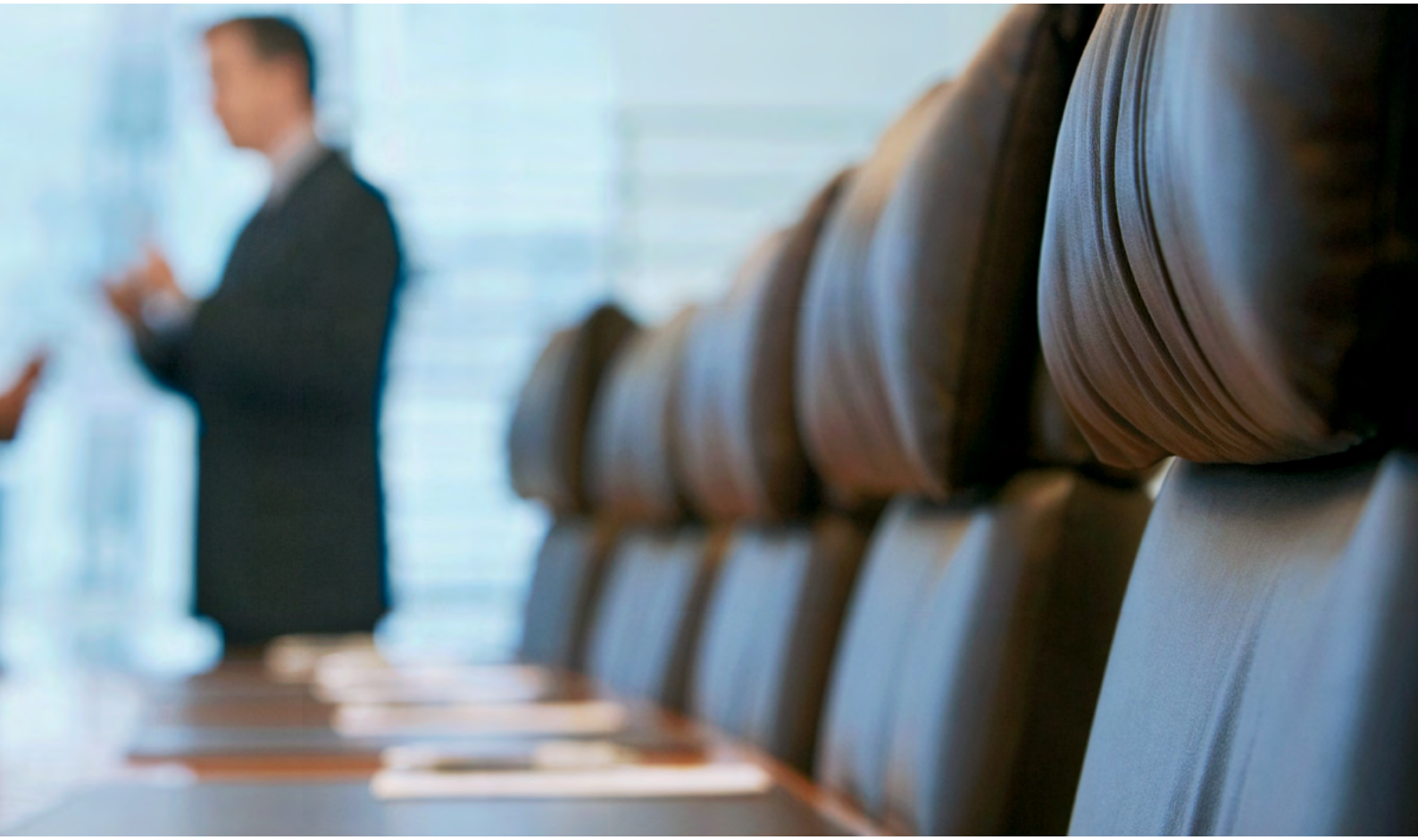
Los contratos de compraventa de empresas en España se rigen por el principio de libertad de pactos en tanto que no cuentan con una regulación legal específica. Ello, unido a la adopción de la praxis contractual anglosajona, que ha moldeado el M&A a nivel global, ha dado como resultado que nuestros contratos de compraventa de empresa (o de M&A) contemplen en detalle todos los aspectos de la transmisión de la empresa así como sus posibles vicisitudes.

Escasas sentencias judiciales y sus comentarios son toda la referencia práctica que tenemos sobre cómo son y funcionan estos contratos en nuestro país a diferencia de lo que ocurre en otros, principalmente Estados Unidos, donde se han popularizado en los últimos años investigaciones empíricas sobre los aspectos legales de los contratos de M&A. Dichos estudios son elaborados por empresas que asesoran en estas operaciones o por asociaciones que las agrupan (por ejemplo, la American Bar Association) y se nutren normalmente de contratos accesibles al público en general, por lo que constituyen un valioso barómetro de la evolución de la praxis contractual.

En este contexto constatamos la oportunidad de llevar a cabo un análisis empírico de los contratos de M&A en España.

Ante la ausencia de información pública sobre el contenido de los contratos, decidimos acudir directamente a los protagonistas del M&A, esto es, a empresas y fondos de *private equity* y preguntarles sobre sus usos y prácticas, y realizar así una radiografía de la "anatomía jurídica" de los contratos. Les agradecemos muy sinceramente su tiempo y haber compartido sus experiencias con nosotros.

Si el presente estudio contribuye a destacar los principales estándares de los contratos de M&A en nuestro país, nos daremos por satisfechos.



Conclusiones

Las principales conclusiones del estudio son las siguientes:

- **Pago del precio**: En el 80% de las operaciones el precio se paga al cierre. De aplazarse, el comprador otorga algún tipo de garantía, siendo la más común el depósito en garantía (*escrow*).
- **Ajuste de precio**: En más del 50% de las operaciones se prevé algún mecanismo de ajuste de precio, siendo la deuda neta la magnitud de referencia mayoritariamente empleada.
- ***Locked-box***: Las empresas no suelen utilizar este sistema. Su uso está más extendido entre los fondos de *private equity* que lo emplean en dos de cada tres de sus operaciones.
- ***Earn-out***: Es práctica común, siendo lo más habitual que su plazo de cálculo se fije entre dos y tres años.
- **MAC**: El 40% de las operaciones contienen cláusulas MAC (Cambio Material Adverso) haciéndose valer muy ocasionalmente.
- **Periodo interino**: Las facultades de gestión del vendedor durante este periodo se limitan en la práctica totalidad de contratos.
- **Manifestaciones y garantías**: En el 85% de las operaciones se reiteran en el cierre.
- **Daño**: En la mayoría de los casos el daño se limita al daño efectivamente sufrido, excluyéndose el daño indirecto o el lucro cesante.
- **Plazo de reclamación**: Para daños de origen fiscal, el periodo de reclamación coincide con el de prescripción legal. Para daños distintos de los anteriores, el plazo de reclamación más frecuente es de 18 meses.
- **Franquicias**: El estándar es que no superen el 0,5% del precio. En más del 80% de las operaciones el importe de la franquicia se sitúa por debajo del 1% del precio.

  Excedida la franquicia, en el 60% de las operaciones se prevé que el vendedor responda desde el primer euro.
- **Límites de responsabilidad**: En el 23% de las operaciones el límite de responsabilidad del vendedor es el propio precio. No obstante, son mayoría aquéllas en que el mismo oscila entre el 10%-50% del precio.
- **Garantías por daños**: En cuatro de cada cinco operaciones el vendedor presta algún tipo de garantía por posibles daños. La garantía preferida es el *escrow*, seguida del aval bancario a primera demanda.
- **No competencia**: Casi el 70% de las operaciones incluyen compromisos de no competencia. Su duración media es de uno a dos años. Normalmente su incumplimiento lleva aparejado una penalidad.
- **Protección de salida**: Las cláusulas de arrastre (*drag along*) son universalmente empleadas por los fondos de *private equity*.
- **Incentivos al equipo gestor**: Los *ratchet* de salida son el sistema más utilizado por los fondos de *private equity* para incentivar a los equipos gestores de sus participadas.
- **Resolución de conflictos**: Los fondos de *private equity* prefieren el arbitraje mientras que las empresas no muestran una clara predilección en comparación con los tribunales. Cuando se opta por el arbitraje, el preferido es institucional (administrado por una corte arbitral española o internacional) y con tres árbitros.

1. El precio

Las cláusulas sobre el precio constituyen el elemento nuclear del contrato de adquisición de empresas, y revisten normalmente cierta complejidad, dado que suelen preverse ajustes (al alza y a la baja), complementos de precio en función de resultados futuros de la sociedad adquirida así como también aplazamientos de pago.

1.1 El pago

El precio se paga principalmente en efectivo en el momento del cierre (ver apartado 2.4 siguiente). Únicamente en una de cada cuatro operaciones el pago se difiere a un momento posterior.

En los supuestos en los que se establece un aplazamiento de pago, prácticamente siempre se otorgan garantías por parte del comprador. Las garantías más utilizadas son el depósito en garantía (*escrow*) y la garantía de la sociedad matriz, seguidos por el aval bancario a primera demanda.

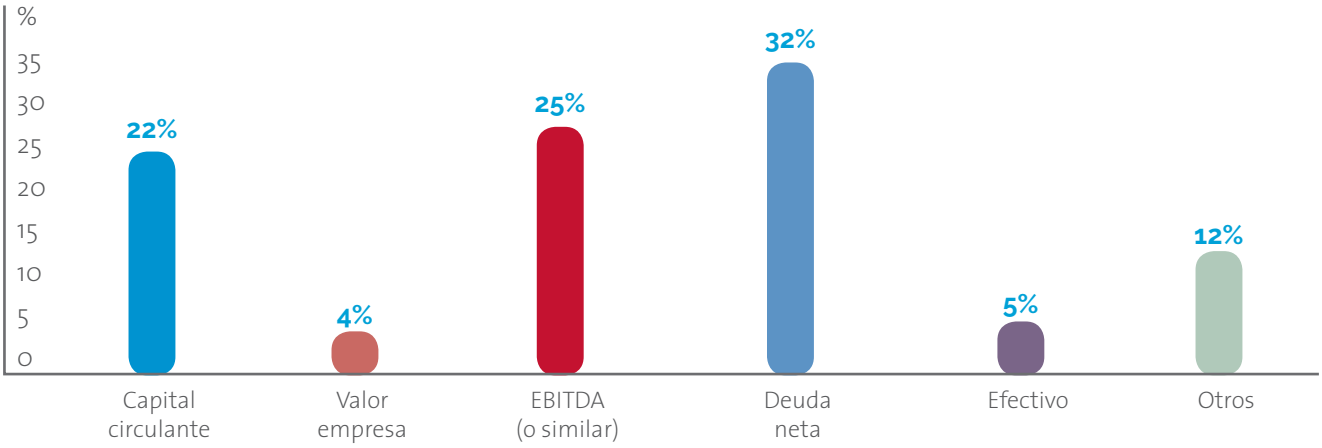
1.2 Ajuste de precio

Más del 50% de las operaciones prevén algún mecanismo de ajuste del precio. Contrasta este dato con el del mercado americano, donde en el 85% de las operaciones el precio puede ser sometido a ajuste.

Los mecanismos de ajuste de precio exigen que las partes hayan consensuado unos estados financieros de referencia que servirán de base para el cálculo de dicho ajuste. La fecha de dichos estados financieros suele coincidir con la fecha de cierre de la operación o una fecha anterior muy próxima, recayendo la responsabilidad de su preparación normalmente en el comprador, sobre la base de unos principios previamente acordados.

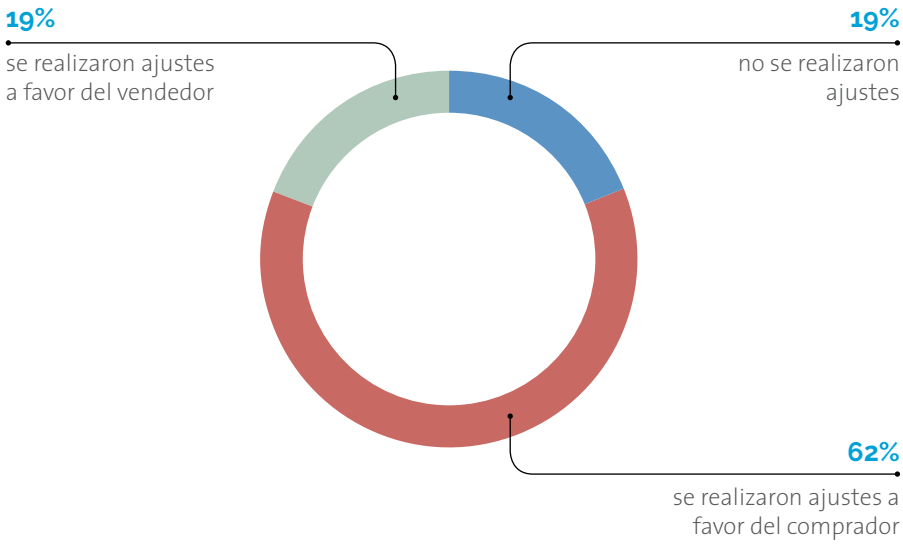
1.3 ¿Cuáles son las magnitudes de referencia para determinar el ajuste de precio?

A diferencia de lo que sucede en los países de nuestro entorno, donde en más del 40% de las operaciones se emplea el capital circulante como magnitud de referencia y de Estados Unidos, donde el ajuste basado en el capital circulante es utilizado prácticamente en todas las operaciones, en el mercado español la magnitud de referencia para calcular el ajuste de precio es la deuda neta, seguida del EBITDA.



1.4 ¿Se aplican los mecanismos de ajuste de precio?

Solo en una de cada cinco operaciones en la que se pactó un mecanismo de ajuste de precio éste no llegó a aplicarse. Cuando se aplicó, se confirma a las claras que los compradores fueron los principales beneficiarios (el triple que los vendedores).

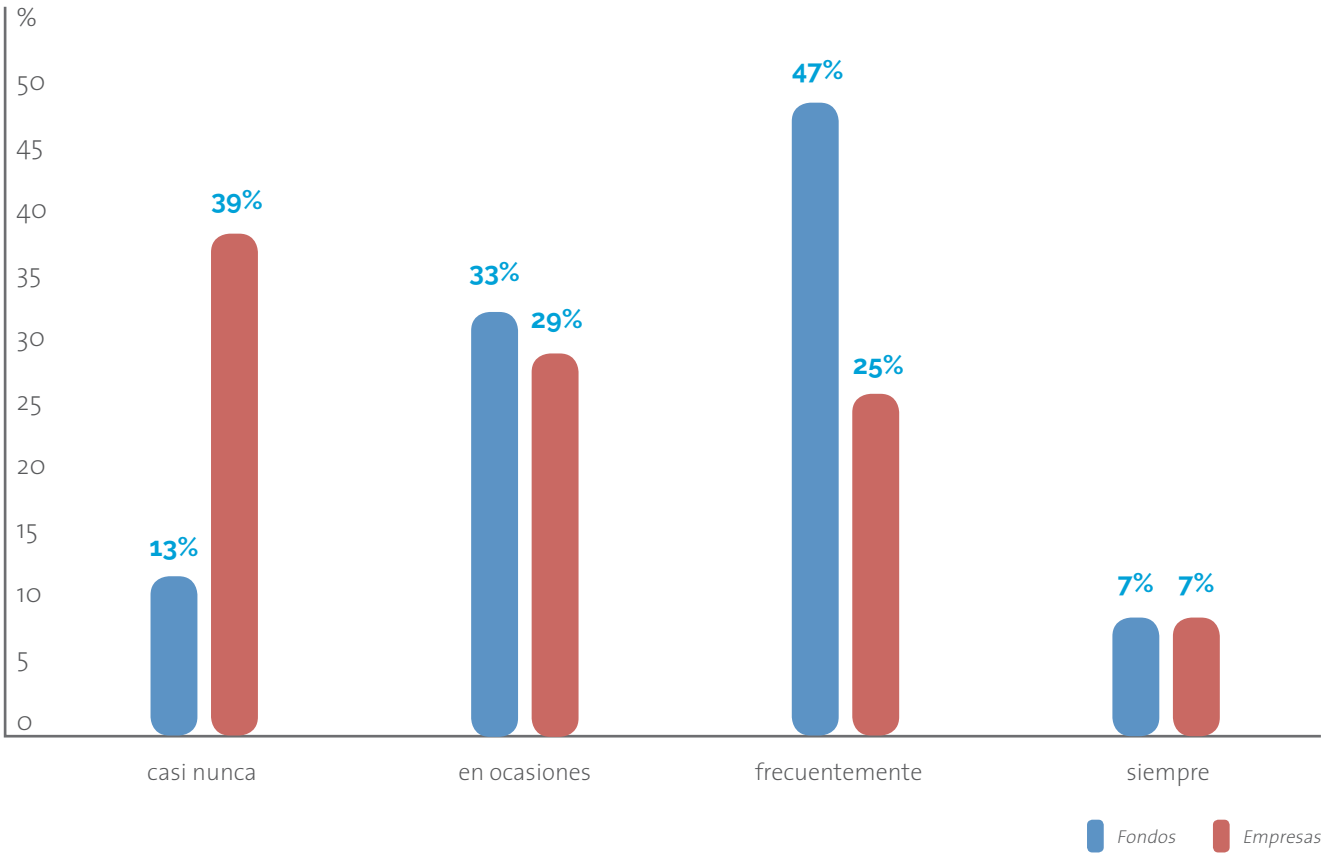


1.5 Locked-box

El *locked-box* es un método de cálculo del precio en virtud del cual el mismo se determina en el momento de la firma del contrato, tomando como referencia los estados financieros de la *target* a una determinada fecha, anterior a la firma (*locked-box date*). El *locked-box* hace innecesaria la preparación de unos estados financieros a la fecha de cierre. El riesgo del negocio lo asume el comprador desde la fecha del *locked-box*. Desde esta última y hasta el momento del cierre, el vendedor se compromete a no realizar determinadas actuaciones (*leakages*) (v.g. distribuciones de dividendos, operaciones vinculadas en condiciones desventajosas para la sociedad, etc.) que supongan la detracción de tesorería de la *target* en su favor. De llevarse a cabo las conductas prohibidas, el precio se verá reducido.

Es recomendable la utilización del método *locked-box* como alternativa al ajuste del precio (ver apartado 1.2 anterior) únicamente cuando el comprador haya realizado una exhaustiva *due diligence* financiera de la sociedad a adquirir.

El *locked-box* goza en España de una relativa popularidad. En efecto, solo uno de cada tres encuestados afirma utilizarlo siempre o frecuentemente. No obstante, conviene destacar las marcadas diferencias en cuanto a su grado de utilización entre empresas y fondos *private equity*.



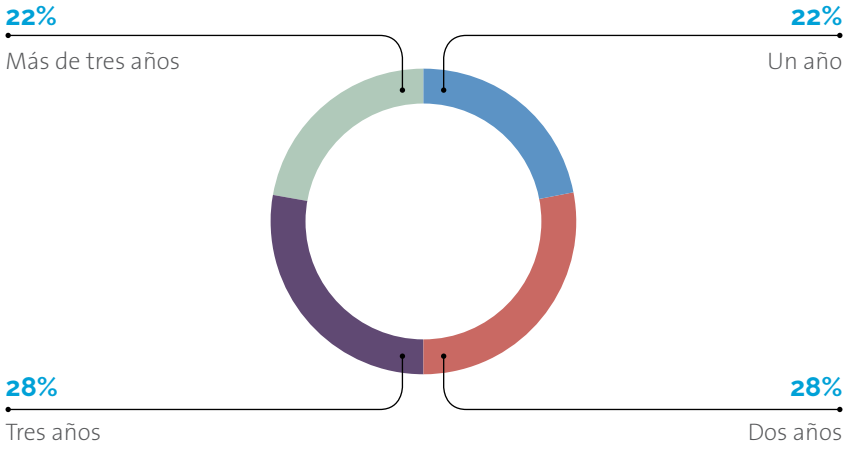
En dos de cada tres operaciones llevadas a cabo por empresas no se utiliza el mecanismo del *locked-box*. Por el contrario, los fondos lo emplean en dos de cada tres de sus operaciones. La razón que subyace a esta distinta forma de proceder quizás se encuentre en que los fondos de *private equity* prefieren dirigir su inversión a compañías con flujos de caja estables y predecibles en el tiempo (v.g. aparcamientos, autopistas, plantas de producción energética), idóneas para el empleo del método *locked-box*.

1.6 Earn-out

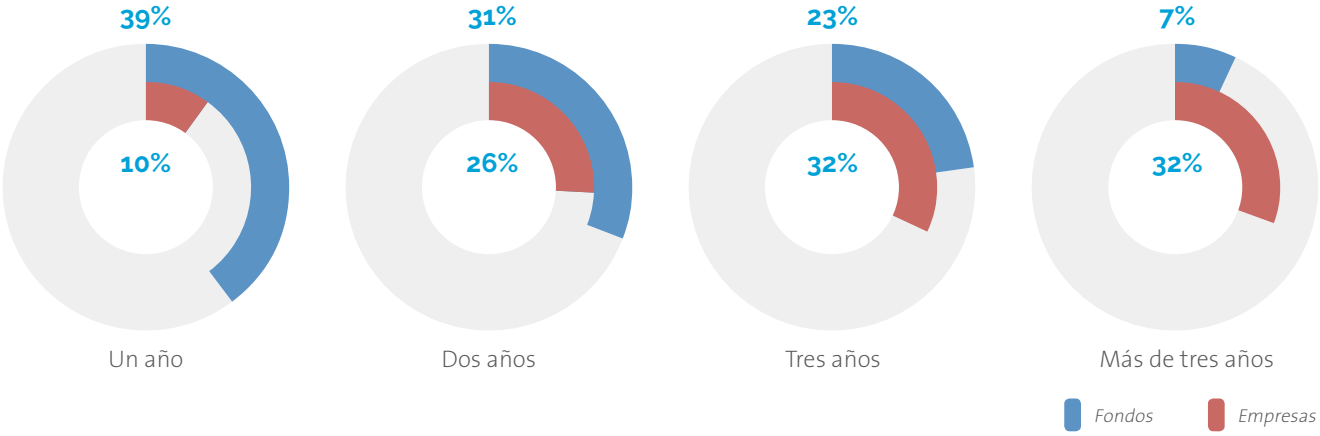
Cuando el vendedor permanece en la gestión de la sociedad adquirida (y en otros casos), puede sujetarse una parte del precio a la evolución futura del negocio (*earn-out*). De esta forma, comprador y vendedor compartirán los beneficios y riesgos de la *target* tras la compra.

Para el vendedor, el *earn-out* puede conllevar un aumento del precio que premie su exitosa gestión. Por su parte, el comprador también se beneficia del buen hacer del vendedor-gestor vía incremento del valor de la sociedad adquirida.

El uso del *earn-out* en España está muy extendido (60% de las operaciones), siendo lo más habitual que su plazo de cálculo se fije entre dos y tres años.



Analizando los datos anteriores separadamente para empresas y fondos de *private equity*, se constatan acusadas diferencias entre ambos grupos en cuanto a la duración del periodo de cálculo del *earn-out*.



Así, mientras los fondos de *private equity* en el 70% de sus operaciones fijan el periodo de cálculo en como máximo dos años, más del 60% de los *earn-outs* empleados por las empresas tienen una duración de al menos tres años. La preferencia de las empresas por el medio plazo se confirma por el hecho de que en nueve de cada diez de sus operaciones el período de cálculo sea superior a un año.

La razón principal tras esta diferencia radica en el mayor énfasis de los fondos de *private equity* en maximizar los resultados inmediatamente después de la adquisición, frente a una perspectiva más a largo plazo de las empresas.

2. Entre la firma y el cierre: el periodo interino

2.1 Condiciones suspensivas

En el 60% de las operaciones se establece un periodo entre la firma del contrato y la materialización de la transmisión (cierre/*closing*). En Estados Unidos este porcentaje alcanza el 80%. La razón de este lapso de tiempo, comúnmente denominado periodo interino, es el de cumplir durante el mismo las condiciones suspensivas (sean de carácter imperativo o voluntariamente previstas por las partes).

La condición suspensiva por excelencia es la autorización de la operación por las autoridades de competencia, cuando así lo exija legislación aplicable (española o internacional). Dos de cada tres operaciones contemplan la facultad de desistimiento por parte del comprador en el caso de que se impongan compromisos (de desinversión normalmente) considerados inasumibles.

El periodo para la verificación del cumplimiento de las condiciones suspensivas oscila en la mayoría de los casos entre 3 y 6 meses.

2.2 MAC

Las denominadas cláusulas MAC (acrónimo de *Material Adverse Change* - Cambio Material Adverso), son uno de los principales mecanismos empleados para la asignación y reparto de riesgos entre las partes contratantes facultando al comprador a desistir de la compraventa en el caso de que, entre la firma y el cierre, ocurra una eventualidad con graves consecuencias para la *target*.

La cláusula MAC se incluye en el 40% de las operaciones. Ello excede la media europea, aunque dista de alcanzar los niveles de Estados Unidos, donde las cláusulas MAC son masivamente empleadas.

Estas cláusulas se definen con detalle y precisión, llegándose incluso a cuantificar el impacto económico que la eventualidad prevista en la MAC debe acarrear en la *target*.

En una de cada diez operaciones se hizo valer la cláusula MAC, si bien esto no ocurrió en ningún caso con los fondos de *private equity*. Esta proporción es llamativa si tenemos en cuenta el efecto de la cláusula MAC, esto es, la defunción de la operación.

2.3 Gestión de la *target* en el periodo interino

La práctica totalidad de los contratos incluye limitaciones a las facultades de gestión del vendedor durante el periodo interino. En este sentido, hay que tener presente que dichas limitaciones en ningún caso pueden otorgar al comprador el control de la *target* antes de que se materialice la transmisión, en atención a lo dispuesto en la normativa de competencia aplicable.

Para la monitorización por el comprador de la gestión de la *target* durante el periodo interino se emplean tres sistemas alternativos, sin que ninguno predomine sobre los demás: (i) la definición del "curso ordinario de los negocios" debiendo el vendedor ceñirse al mismo; (ii) la fijación de unos límites económicos por encima de los cuales se requiere la aprobación del comprador; o (iii) la inclusión de un listado de actuaciones prohibidas.

Únicamente en el 30% de las operaciones se creó un comité de seguimiento compuesto por representantes del comprador y el vendedor, encargado de supervisar la gestión durante el periodo interino.

2.4 Cierre

Una vez cumplidas las condiciones suspensivas, comprador y vendedor comparecen ante notario para perfeccionar la compraventa de las acciones/participaciones, lo cual comúnmente se conoce como cierre.

Si una de las partes no comparece al cierre, en más de la mitad de las operaciones se prevé una penalidad específica, sin perjuicio del derecho de la otra parte a exigir el cumplimiento del contrato y la indemnización de los daños y perjuicios.

3. La responsabilidad del vendedor

Otro aspecto capital de los contratos de M&A es el régimen de responsabilidad del vendedor frente al comprador, que permitirá al comprador reclamarle los daños que se deriven de sus incumplimientos, en especial de la inexactitud de las manifestaciones y garantías (*representations and warranties* - R&W) en relación a los activos, pasivos y, en general, el negocio de la sociedad adquirida.

La finalidad de las R&W es dar certeza al comprador, en el momento de la firma del contrato, sobre el complejo objeto adquirido (la empresa). En el 85% de los casos las R&W son reiteradas en la fecha de cierre. El fundamento de una cuidadosa regulación del régimen de responsabilidad del vendedor es recoger en el propio contrato un conjunto de principios y reglas que rijan la misma, evitando que la normativa legal lo modifique.

Pues bien, en atención a lo anterior, sorprende que en casi la mitad de las operaciones no se excluya la aplicación del régimen legal de responsabilidad. Ello podría deberse a que efectivamente se excluyan los mecanismos de resarcimiento previstos en la ley en cuanto al saneamiento por vicios ocultos (regulado minuciosamente por las R&W), pero se permita acudir al Código Civil para el caso de que el vendedor no fuera titular de las acciones/participaciones transmitidas.

Asimismo, también sorprende que no sea una práctica rutinaria la exoneración de responsabilidad de los administradores salientes.

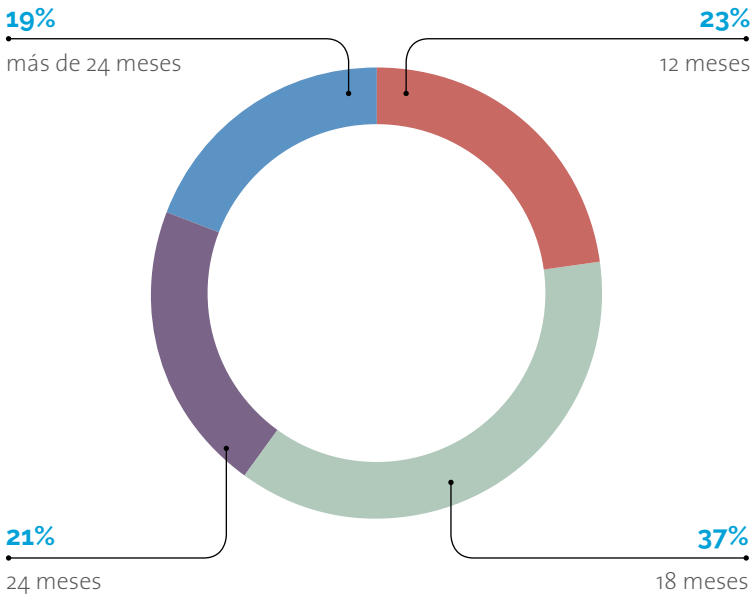
3.1 ¿Qué se entiende por daño?

El daño que debe indemnizar el vendedor al comprador por unas R&W falsas o inexactas incluye ocasionalmente el daño indirecto o el lucro cesante. Por tanto, en la mayoría de las ocasiones, el daño indemnizable se circunscribe al daño efectivamente sufrido.

3.2 ¿Cuál es el periodo de reclamación de los daños?

Para los daños de origen fiscal (incluyendo las contribuciones a la Seguridad Social) el periodo de reclamación coincide con el de prescripción legal, apartándose de este estándar únicamente una de cada cinco operaciones.

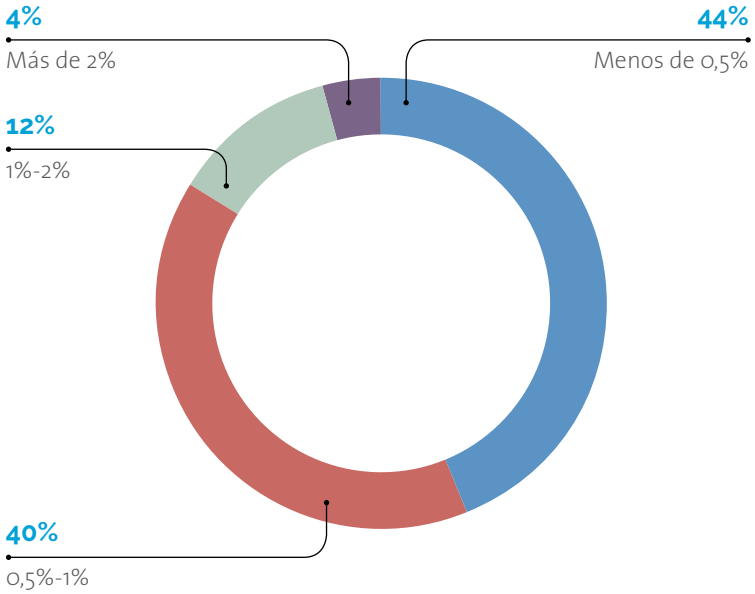
Para daños distintos de los anteriores, ningún plazo de reclamación goza de respaldo generalizado. No obstante, como se observa en la siguiente tabla, la duración más frecuente es 18 meses, si bien en cuatro de cada diez operaciones se acordaron plazos superiores.



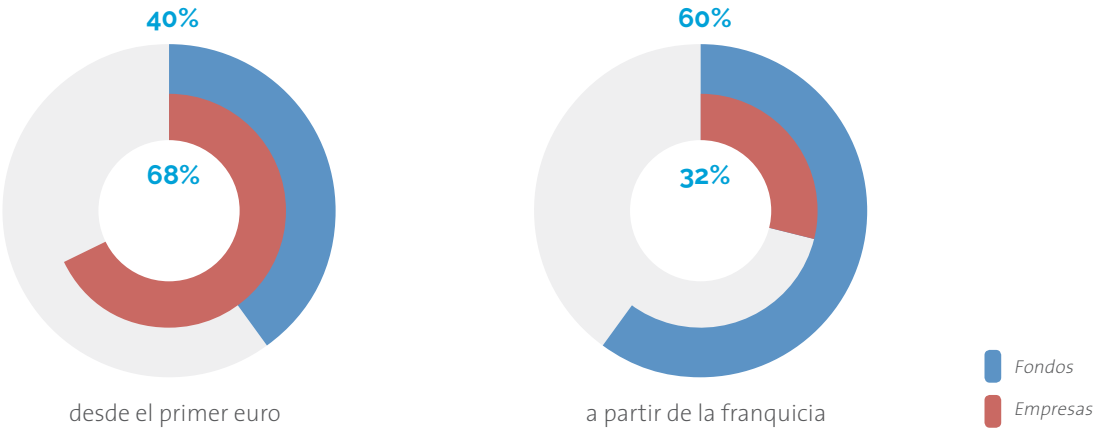
3.3 ¿Se prevén franquicias?

Es habitual que las partes fijen una serie de umbrales o franquicias (*baskets*) de forma que, hasta que el importe de los daños no supere dichos umbrales, el vendedor no esté obligado a indemnizar.

En más del 80% de las operaciones, el importe de la franquicia se sitúa por debajo del 1% del precio, siendo el estándar que el mismo no supere el 0,5% del mismo, lo cual sucede en el 44% de los casos.



Superado el importe de la franquicia, en aproximadamente el 60% de las operaciones se prevé que el vendedor responda desde el primer euro, esto es, no solo por el importe que supere la misma. Esta fórmula tiene mayor acogida entre las empresas que entre los fondos de *private equity*.

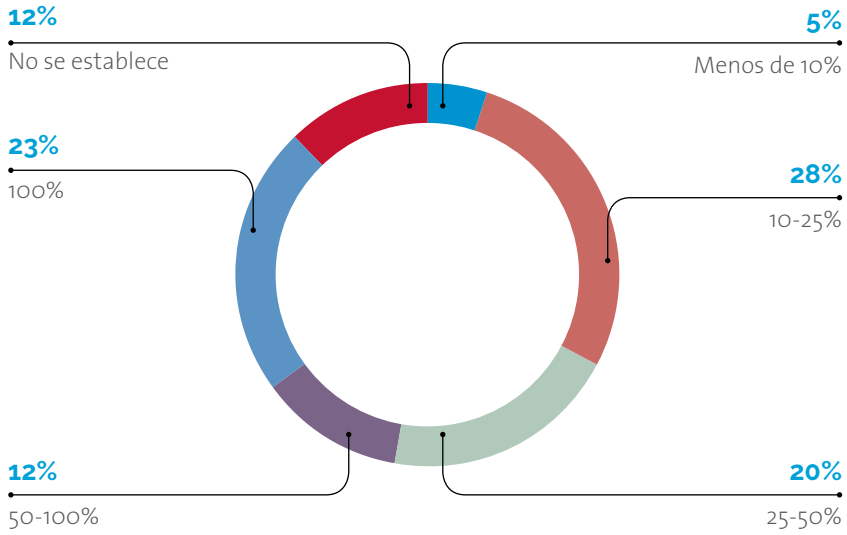


3.4 ¿Se fijan límites máximos de responsabilidad?

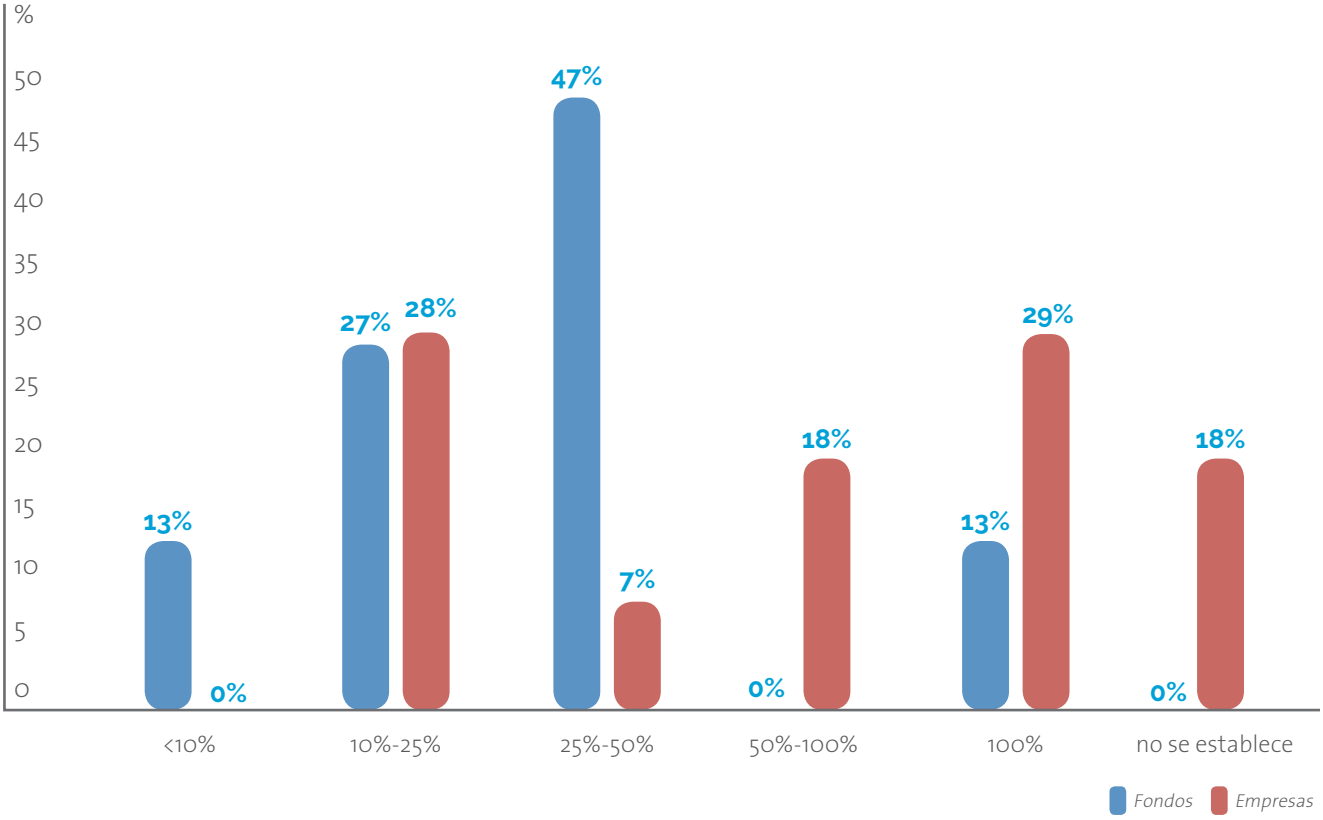
La limitación de la responsabilidad máxima del vendedor es frecuente. Ello se basa en el entendimiento generalizado de que no sería razonable que los vendedores asuman una responsabilidad que exceda del precio recibido por la venta de la *target*. Por tanto, la negociación se centra no tanto en el principio sino en la cuantía del límite de responsabilidad (*cap*).

En un porcentaje llamativo de operaciones (12%) no se establece un límite de responsabilidad. Sorprende este dato, pero no hay que olvidar que pueden existir fundadas razones para que así sea. Por ejemplo, cuando el vendedor únicamente manifiesta que es titular de las acciones/participaciones sociales que transmite difícilmente el comprador aceptará límite alguno.

En el 23% de las operaciones el *cap* es el propio precio, siendo no obstante mayoría aquéllas en que el mismo oscila entre el 10%-50% del precio.



Los fondos de *private equity* suelen acordar que el *cap* se sitúe entre el 25% y el 50% del precio y, muy excepcionalmente, se decantan porque el mismo coincida con el precio. Por su parte, las empresas copan las operaciones en las que el *cap* se sitúa por encima del 50% del precio o, sencillamente, no se fija. Tanto unos como otras establecen de forma abrumadora que, en relación con determinadas materias, los *caps* acordados no resultarán de aplicación.



Estos resultados, similares a los que registran en los países de nuestro entorno, contrastan enormemente con los obtenidos en Estados Unidos, donde el 87% de las operaciones contienen límites de responsabilidad de, como máximo, el 25% del precio.

3.5 ¿Garantiza el vendedor el pago de los daños?

En cuatro de cada cinco operaciones el vendedor presta algún tipo de garantía en favor del comprador para asegurar el pago de posibles daños. La garantía mayoritariamente utilizada es el depósito en garantía (*escrow*), seguida del aval bancario. La retención de una parte del precio así como el seguro de manifestaciones y garantías tienen escasa aceptación.

3.6 Conocimiento del comprador (*due diligence*)

No se aprecia una tendencia clara en cuanto a la trascendencia para la responsabilidad del vendedor del conocimiento que el comprador haya obtenido de la sociedad adquirida, a través del denominado proceso de *due diligence*.

No obstante, esta afirmación no es del todo exacta si analizamos de forma separada el *modus operandi* de empresas y fondos de *private equity*. Estos últimos acuerdan que la información obtenida gracias a la *due diligence* tenga carácter meramente informativo y no exonere de responsabilidad al vendedor (60% de los casos). Con las empresas sucede exactamente lo contrario, en decir, en el 60% de sus operaciones dicha información sirve para limitar la responsabilidad del vendedor, exonerándole de responsabilidad por todo aquello que haya puesto de manifiesto al comprador durante la *due diligence*.

La forma de acreditar el conocimiento del comprador es, en dos de cada tres operaciones, la incorporación al contrato, en soporte informático (CD o similar), de toda la información revisada. Dicha información normalmente se pone a disposición en lo que se conoce como *data room* (ya sea física o virtual). En ocasiones, incluye un informe de *due diligence* encargado por el propio vendedor (*vendor's due diligence*). Sin perjuicio de las diversas consecuencias contractuales del conocimiento arriba descritas, resulta patente que las partes siempre deseen que el mismo quede acreditado.

3.7 El ''leal saber y entender'' del vendedor

Las R&W del vendedor se matizan diciendo que se realizan según su "leal saber y entender". ¿Qué significa ese concepto?

Aproximadamente el 50% de los contratos lo definen observándose las siguientes tendencias:

- En términos generales, el conocimiento que debería tener el vendedor prima sobre el que realmente tiene.
- Se otorga más relevancia al conocimiento de la empresa que terceros (administradores o directivos) tienen o deberían tener por los cargos que ocupan, que al del propio vendedor.

Las empresas emplean una gama de definiciones más amplia del "leal saber y entender" que los fondos de *private equity*.

4. Prohibición de competencia y de captación de empleados

4.1 No competencia

Aproximadamente el 70% de las operaciones incluyen compromisos de no competencia con la sociedad adquirida por parte del vendedor.

Su duración media es de uno a dos años.

Su incumplimiento lleva aparejado en la mayoría de los casos una penalidad, cuyo importe depende principalmente del tamaño de la operación.

4.2 No captación de empleados

Las cláusulas que prohíben al vendedor contratar empleados de la *target* son de uso generalizado, especialmente por los fondos de *private equity*.

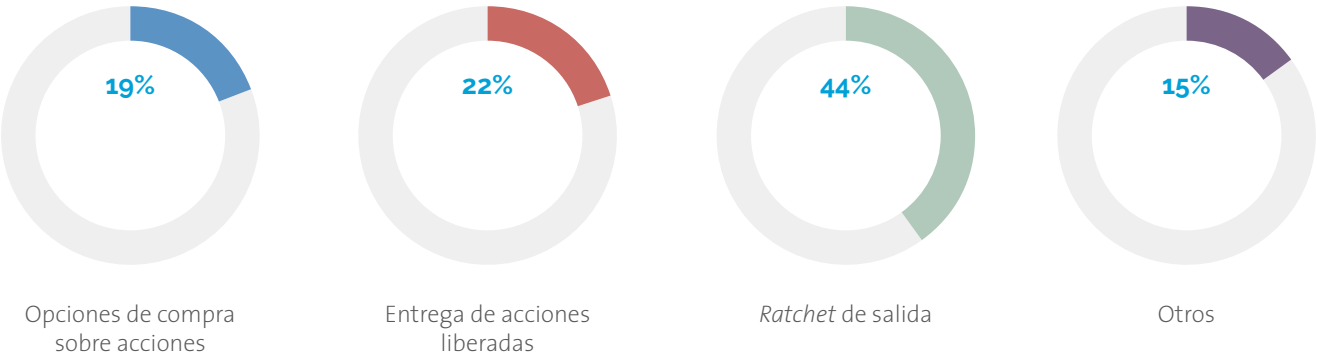
Su duración oscila entre uno y dos años, siendo superior a los dos años únicamente en el 16% de las operaciones.

5. Particularidades en operaciones de *Private Equity*

Para los fondos de *private equity* el éxito de su inversión es indisociable del buen hacer del equipo gestor, para quien normalmente prevén incentivos. Por otra parte, su vocación de permanencia temporal en el capital de la sociedad adquirida exige que su desinversión se lleve a cabo sin contratiempos. Por este motivos, sus contratos de M&A contemplan expresamente ambas circunstancias.

5.1 Incentivos al equipo gestor

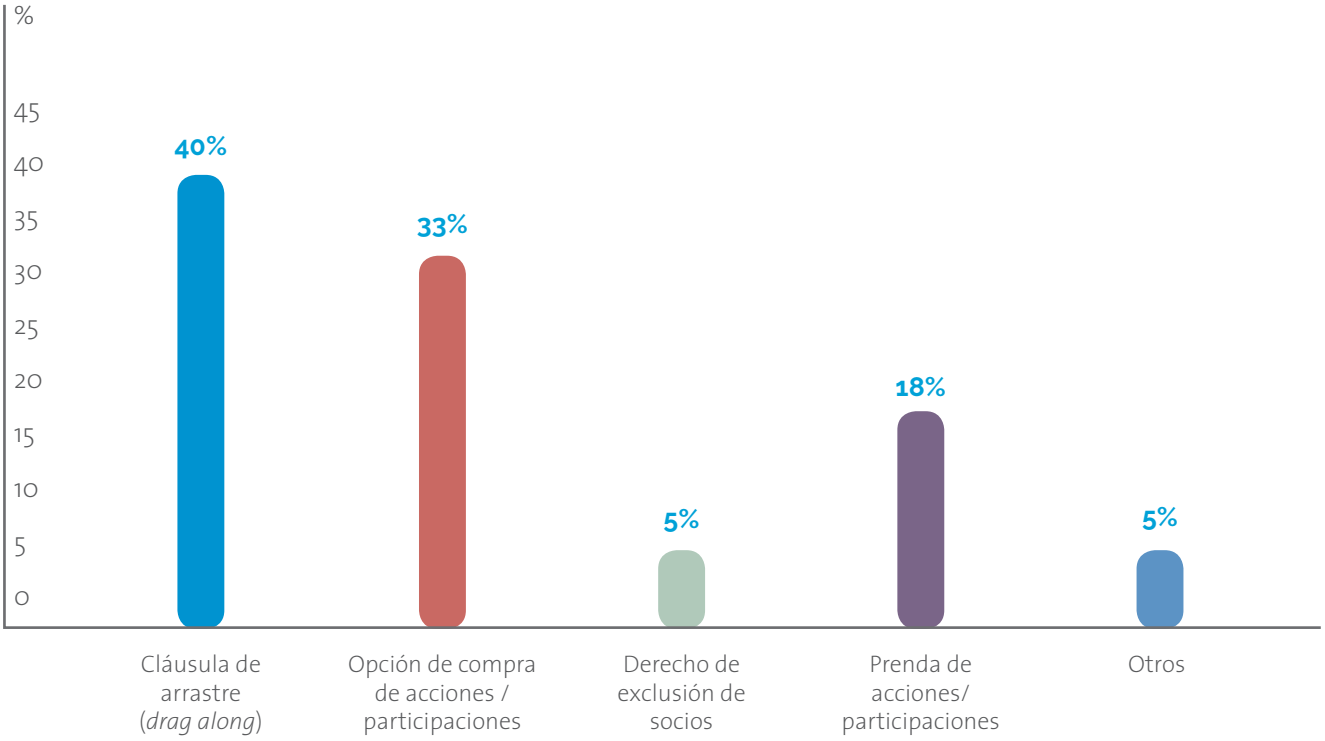
Los *ratchet* son el sistema clásico utilizado por los fondos de *private equity* para incentivar al equipo gestor. En términos generales, su efecto es incrementar la participación en el capital de los gestores de la sociedad adquirida si se alcanzan determinados objetivos (de rentabilidad, precio, etc.). En el caso de los llamados "*ratchet* de salida", de alcanzarse los objetivos, en el momento de la salida de los gestores del capital de la sociedad, el precio pagado por sus acciones/participaciones será proporcionalmente superior al que les hubiera correspondido por su porcentaje real de participación en el capital de la sociedad.



En menor medida, los fondos de *private equity* también incentivan a los gestores de sus sociedades participadas con la entrega de acciones/participaciones liberadas y el otorgamiento de opciones de compra sobre acciones/participaciones.

5.2 Protección de salida

Las cláusulas de arrastre (*drag along*) mediante las cuales el fondo puede exigir a los socios minoritarios acompañarle en su desinversión, son universalmente empleadas. Asimismo, es muy común que los socios gestores otorguen opciones de compra en favor del fondo sobre sus acciones/participaciones.



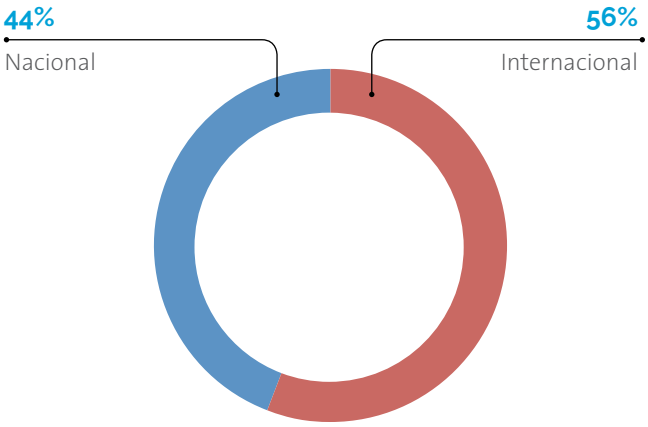
Es práctica habitual que los mecanismos de protección de salida se garanticen por los socios gestores mediante prendas sobres sus acciones/participaciones y, en menor medida, por el derecho de exclusión de la sociedad en caso de incumplimiento.

6. Resolución de conflictos

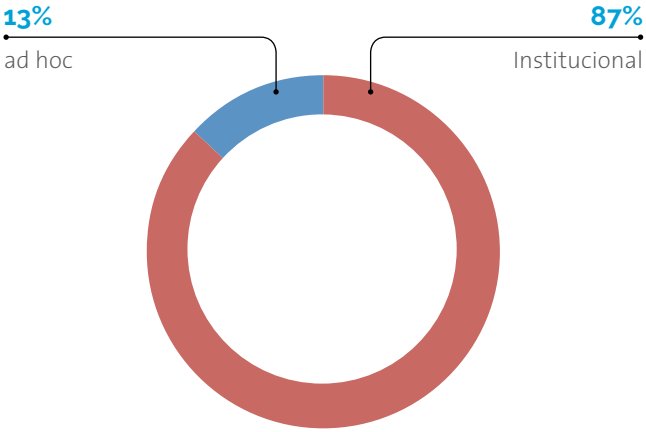
En materia de resolución de conflictos los fondos de *private equity* tienen una clara predilección por el arbitraje (lo emplean en el 80% de sus operaciones). Por su parte, las empresas se muestran menos entusiastas en relación al arbitraje, acudiendo indistintamente a los tribunales o cortes arbitrales para dirimir las controversias surgidas de sus contratos de M&A.

El arbitraje estándar es institucional (administrado por una corte arbitral española o internacional) y con tres árbitros.

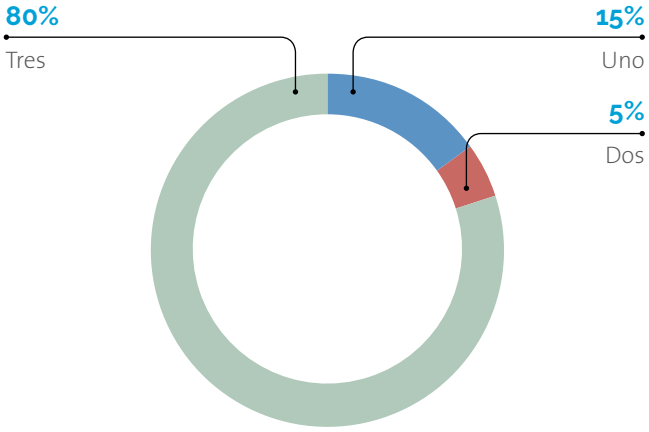
ÁMBITO GEOGRÁFICO



TIPO DE ARBITRAJE

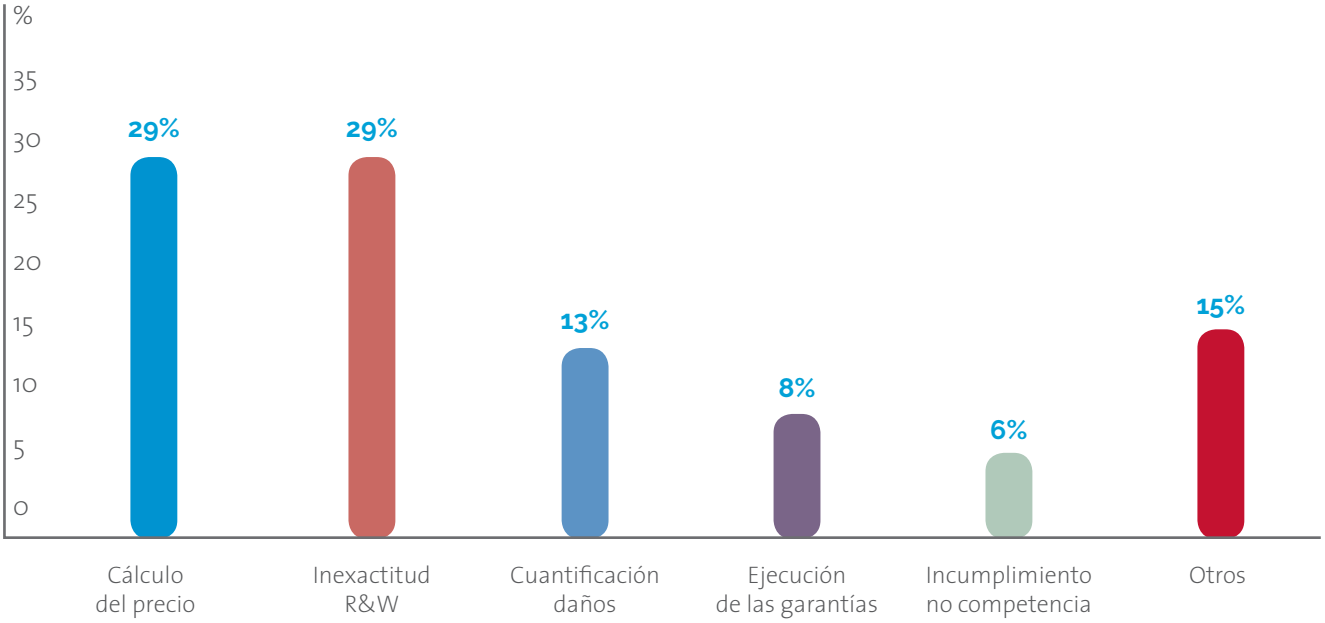


NÚMERO DE ÁRBITROS



Los motivos por los que las partes acuden a un tercero para que dirima sus controversias son, por este orden, los siguientes:

- Cálculo del precio (*earn-out*, ajustes de precio, etc.).
- Inexactitud o falsedad de las R&W.
- Cuantificación del importe de los daños.
- Ejecución de las garantías prestadas por el vendedor o el comprador.
- Incumplimiento del pacto de no competencia.



Metodología

El estudio se construye a partir de las respuestas de 43 grandes empresas y fondos de *private equity* a un cuestionario con alternativas de respuesta cerradas a fin de facilitar al máximo la labor de los encuestados y eliminar cualquier sesgo de subjetividad.

Aunque "cada contrato es un mundo", gracias a las respuestas tasadas, los encuestados han reflejado su práctica habitual de contratación.

El estudio proporciona información sobre el contenido de más de 200 contratos de M&A de compañías del IBEX 35 (12), grupos cotizados que no pertenecen al mencionado índice de referencia (7), grupos no cotizados (9), fondos de *private equity* españoles (9) y fondos de *private equity* internacionales que operan en España (6), llevados a cabo durante los años 2013 y 2014. Teniendo en cuenta determinadas particularidades de las operaciones de los fondos de *private equity*, se formularon varias preguntas exclusivamente dirigidas a dichas entidades.

Los datos relativos al mercado americano se han obtenido del informe "2013 Private Target M&A Deal Point Study" elaborado por el Mergers & Acquisitions Market Trends Subcomittee del Mergers & Acquisitions Commitee de la American Bar Association (ABA), Business Law Section.

Para un mayor detalle sobre la metodología empleada e información adicional, véase Francisco Marcos, "Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014" AJ8-228, disponible en la web de IE Business School (**www.ie.edu/es/business-school**) bajo Claustro e Investigación > Centros Especializados.

ie business school

Hogan Lovells