



Luis Miguel de Dios
Socio de M&A
CMS España

LA DESIGNACIÓN DE EXPERTOS INDEPENDIENTES EN OPERACIONES DE M&A

La sofisticación y complejidad de las operaciones de M&A vienen marcando, desde hace ya tiempo, una tendencia creciente. Junto a los aspectos puramente técnico-jurídicos, cobran relevancia otros de naturaleza financiera o técnica. Así, los mecanismos que dirimen controversias sobre unas cuentas de cierre, el importe de un ajuste de precio, una tasa de retorno o el valor de una participación accionarial, pero también los dictámenes técnicos que confirmen o no el cumplimiento de determinadas circunstancias a las que se haya anudado una consecuencia jurídica o económica concreta, resultan cada vez más necesarios.

En este contexto, es importante prestar la debida atención a los procedimientos de designación de expertos en los contratos de compraventa. Cabe, ciertamente, referir la cuestión a algún órgano o autoridad, como podría ser el Registro Mercantil. Lo que sucede, es que el riesgo de que la designación no resulte satisfactoria en términos cualitativos, puede desaconsejar esta opción. Por otra parte, la muy habitual referencia genérica a que una eventual controversia sea dirimida, por ejemplo, por una de las "cuatro grandes" o por "el auditor de la compañía" no está exenta de dificultades y puede desembocar en nuevos conflictos. A modo de simples ejemplos, ¿Qué pasa si ninguno de los candidatos propuestos acepta la designación alegando, por ejemplo, sendos conflictos de interés? ¿Qué condiciones (sobre todo económicas) habrán de regir el cumplimiento del encargo profesional que se formule? Preguntas de este tipo obligan a tomar en consideración una serie de pautas a la hora de configurar los mecanismos de designación.

Así las cosas, es conveniente cerciorarse de que los expertos propuestos estén, efectivamente, en disposición de aceptar el encargo que se les pudiera hacer. En numerosas ocasiones, ello no resulta posible en un primer momento, bien sea por las circunstancias de la negociación, por motivos de confidencialidad o, sencillamente, por falta de tiempo. Por ello, resulta conveniente establecer mecanismos subsidiarios de designación que cubran la eventualidad de una falta de aceptación. Sin duda, para ello caben numerosas alternativas, no siendo infrecuente la propuesta de ternas por las partes, que incluyan, respectivamente, uno o varios expertos, que, además de reunir una serie de criterios de solvencia y prestigio, hayan manifestado ya su voluntad de aceptar el encargo de que se trate. La designación final de entre los expertos así propuestos puede hacerse de diversas formas, incluido el sorteo o insaculación ante notario. Pero, incluso en casos como estos, el mecanismo de designación final habrá de contemplar previsiones varias, tales como la obligación de las partes de configurar las ternas, la solución para aquellos casos en los que una de las partes, simplemente, no realice propuestas en el plazo indicado al efecto o, la obligación de otorgar, en su caso, un acta de requerimiento ante el notario designado.

Finalmente, y sin ánimo de exhaustividad, conviene tener presentes también las condiciones en las que el experto habrá de cumplir su encargo profesional, sobre todo, por lo que al aspecto financiero se refiere. Evitar sorpresas desagradables y otorgar al experto una "palanca" negociadora injustificada exige, en este sentido, acordar de ante mano las condiciones básicas del correspondiente encargo.

En conclusión, son numerosas las cuestiones que pueden plantearse con relación a los mecanismos de designación de expertos, siendo las anteriores, únicamente, algunas de las, posiblemente, más relevantes. En todo caso, y dada la creciente relevancia de los expertos en la ejecución de las operaciones de adquisición, se trata de una cuestión que no debe abordarse con ligereza.



Vicente Paramio
Asociado Senior del Departamento Mercantil
Araoz & Rueda

BAJO EL SISTEMA LOCKED-BOX, ¿CON QUÉ MECANISMOS CUENTA EL VENDEDOR PARA ASEGURAR LA OPERACIÓN Y, ADEMÁS, DAR COBERTURA A LA GENERACIÓN DE VALOR EN LA COMPAÑÍA HASTA EL CIERRE?

A diferencia del sistema de ajuste de precio (completion accounts), el sistema locked-box permite a las partes acordar un precio fijo que no estará sujeto a variaciones en el cierre, salvo las que pudieran corresponder por las desviaciones (leakages) que se hubieran producido entre la fecha pactada y la de cierre.

El locked-box suele ser preferido por el vendedor, puesto que, como hemos visto, le da mayor certeza sobre el precio y minimiza el riesgo de posibles ajustes y disputas. No obstante, este sistema presenta una clara desventaja para él. El riesgo o beneficio de negocio de la sociedad adquirida no se transmite del vendedor al comprador en el cierre, sino en la llamada locked-box date, lo que excluye cualquier compensación en su favor por la posible generación de valor de la compañía durante un periodo en que el vendedor seguirá al frente del negocio.

El mecanismo más utilizado en las operaciones de compraventa con locked-box es el llamado ticking fee, aunque existen muchos otros, como los que se describen más adelante. Con estos mecanismos se consigue, por un lado, asegurar que el comprador lleve a cabo la operación y que, además, lo haga rápido, puesto que el importe pactado aumentará a medida que avance la fecha de cierre, y, por otro lado, compensar al vendedor (en mayor o menor medida según el mecanismo elegido) por el aumento de valor que la compañía/negocio hayan podido experimentar desde la locked-box date hasta el cierre.

■ Ticking fee:

Es el más común. Se trata de un mecanismo bastante flexible que se puede adaptar a las circunstancias concretas de cada operación, y supone un mayor precio por acción/participación. El ticking fee puede ser, por ejemplo, una cantidad a tanto alzado o un interés sobre el precio que se devengará desde una fecha pactada, como puede ser la locked-box date, la fecha de firma del contrato en documento privado u otra posterior, hasta la fecha de cierre. También es habitual que el derecho al ticking fee esté condicionado a la ocurrencia de un hecho concreto, o que su devengo sea lineal día a día o variable en función de determinados hitos o de un calendario.

■ Incremento de reverse break-up/termination fee y pago de dividendos durante el periodo interino:

La finalidad principal de estos dos mecanismos, a diferencia del ticking fee, es la de asegurar la operación e incentivar al comprador para que cierre lo antes posible. De hecho, son mecanismos compatibles con el ticking fee que pueden darse dentro de una misma operación. Por un lado, el reverse break-up fee, también llamado reverse termination fee, consiste en una cantidad pagadera por el comprador al vendedor o a la sociedad en caso de que el contrato de compraventa no pueda consumarse por causas atribuibles al comprador, como puede ser la falta de obtención de financiación. Es habitual en operaciones de compraventa que las partes acuerden que al importe del reverse break-up fee se le sume una cantidad en atención al incremento que el valor de la compañía/negocio haya podido experimentar hasta la fecha de devengo del reverse break-up fee.

Y, por otro lado, aunque menos común, el pago de dividendos al vendedor durante el periodo interino hasta el cierre, que si bien estaría vetado en el sistema locked-box por tener la consideración de desviación, también es posible que las partes acuerden su pago en atención a determinados hitos y condiciones, como puede ser el cumplimiento de índices vinculados a los resultados o al crecimiento de la compañía durante dicho periodo.

En conclusión, cualquiera de los mecanismos anteriores puede ser, en la situación adecuada, una herramienta muy útil para el vendedor, sobre todo cuando el cierre depende principalmente del comprador y podría tener lugar tras meses de negociaciones, puesto que le permitirá asegurar la operación y ser compensado por su renuncia a los resultados de la compañía desde la locked-box date.