

# La gestión del riesgo transaccional, clave del éxito de una operación de M&A



Javier Goizeta, Practice Leader de PEMA Iberia de Marsh



Idoia Bengoa, Directora General de Talde Private Equity



Ramón Galcerán, Socio Director de Financial Advisory de Grant Thornton en España



Jorge Martín, Abogado de Corporate de Clifford Chance



José María Alberu, Socio de PKF Attest

**El éxito de una operación de M&A se basa en la adecuada preparación del proceso de compraventa. En esta planificación, una de las principales claves reside en una buena gestión de los riesgos inherentes al propio deal, de modo que el precio fijado y las condiciones acordadas hagan que la rentabilidad esperada en el momento de salida no se vea afectada por hechos que podrían haber sido identificados. Una due diligence concienzuda y coberturas que minimicen los posibles riesgos pueden ser tan importantes en la buena evolución de la inversión como el pacto de socios alcanzado o el business plan propuesto para crear valor en la adquirida.**

La planificación correcta de la transacción, la gestión de las expectativas del cliente en términos de valoración y responsabilidades, la alineación de expectativas en cuanto a mecanismos de salida, la confidencialidad en el proceso (para evitar fugas de información), así como la agilidad y rapidez en las negociaciones son fundamentales para asegurar el éxito de una transacción. "La preparación adecuada de un proceso de compraventa es una pieza clave en el éxito final de la operación. En ciertas ocasiones, se presentan al mercado procesos que no están adecuadamente preparados tanto en términos de estructura como de tiempos o acceso a la información, lo cual puede acarrear grandes dificultades para que el proceso cumpla con los objetivos deseados por el vendedor o comprador", indica **Jorge Martín, Abogado de Corporate de Clifford Chance**.

Desde el punto de vista del inversor, asegurar el cierre exitoso de un deal requiere un profundo análisis del target y de su

capacidad para aportar valor tras la operación, especialmente si se trata de un proceso competitivo, en los que la principal arma es el precio. En estos casos, el private equity suele ser especialmente cuidadoso a la hora de competir con industriales, más proclives a la generación de sinergias en la posterior integración de la compañía y, por tanto, con más margen en la formulación de la oferta económica. Diferenciarse del resto de competidores a través de un pacto de socios trabajado, un business plan ambicioso y la rapidez en la toma de decisiones suelen ser las principales herramientas de los fondos para imponerse en las pujas más competidas. Por otro lado, para no dar lugar a equívocos durante las conversaciones con el equipo directivo y los socios de la compañía, es determinante establecer desde el principio cuestiones como la tolerancia de los empresarios al endeudamiento o la ruta a seguir en la gestión diaria de la firma. La estrategia a seguir cambia en procesos bilaterales, sobre todo, en el caso de fondos del

middle market y gestoras de minoría, en los que la importancia de ser un socio que aporta valor a la compañía y no un mero financiador puede ser vital en los momentos decisivos de la negociación. Muchas gestoras apuestan por la originación de deals para asegurarse el éxito en sus inversiones y dar con oportunidades fuera de mercado. “En el segmento de pymes, las principales claves para cerrar operaciones en 2019 son, por un lado, saber trasladar al equipo directivo y a los socios la aportación de valor que un socio financiero como un private equity con amplia experiencia puede aportar al proyecto y, por otro lado, que el precio se perciba como justo y acorde con el valor del proyecto/empresa que se transmite”, señala **Idoia Bengoa, Directora de Talde Private Equity**. Por supuesto, definir desde el inicio de la operación el business plan que va a ser la guía para la creación de valor en la nueva etapa de la compañía es importante. Disponer de un buen equipo directivo alineado con los intereses de los inversores y buenos especialistas del sector ayudarán al éxito de la operación y a la maximización del retorno para los inversores en el momento de la desinversión. “Para incrementar las posibilidades de completar un deal de venta es esencial saber seleccionar adecuadamente desde el principio a aquel candidato que realmente tenga un interés en la compañía. Es importante que le encaje estratégicamente la compañía a vender, que cuente con capacidad financiera y equipos experimentados en el cierre de operaciones”, opina **Bengoa**.

“ **La preparación adecuada de un proceso de compraventa es una pieza clave en el éxito final de la operación** ”

## PRECIO Y GARANTÍAS, PRINCIPALES DEAL BREAKERS

Completar un deal es, desde luego, complicado y tiene tantos ángulos que pueden fallar, que requiere identificar desde el principio los puntos más sensibles de la negociación. Según la **Directora de Talde Private Equity**, “es esencial conocer lo que busca el vendedor y ser capaz de adaptar la oferta a lo que espera. En las operaciones en las que el socio continúa en el proyecto, es importante que perciba que su participación va a seguir siendo relevante en el futuro. Adicionalmente, en los deals en los que el equipo directivo es clave para el éxito del proyecto, es esencial incentivarlo económicamente a través de estructuras que le permitan participar accionarialmente o les haga partícipes de los retornos obtenidos en el momento de la salida”.

Como es lógico, uno de los principales deal-breakers está relacionado con el precio de la operación, es decir, el mecanismo de cálculo del precio, especialmente después de una due diligence. La divergencia en las expectativas de precio

es recurrente, si bien suele resolverse en las fases iniciales del proceso. Tener una valoración de la compañía y saber cuál es el margen de maniobra que hay sobre ella es absolutamente fundamental desde el primer minuto para poder establecer unas negociaciones exitosas. Los pilares de la valoración no pueden desviarse rápidamente pues en paralelo se elaboran las estructuras de financiación del deal. Es en las fases posteriores de confirmación de las asunciones de la valoración realizada por el comprador donde se detectan contingencias o pasivos ocultos que eran desconocidos. La negociación sobre cómo mitigarlas o sobre quién las asume y su valoración pueden llevar a la ruptura de negociaciones. “Con el fin de mitigar este riesgo es necesario tener una mayor creatividad en la oferta y aplicar fórmulas como aplazamientos del pago al vendedor en función de la buena evolución de la compañía o ratchet en función de la rentabilidad de la operación, así como establecer límites a las garantías que otorga el vendedor teniendo en cuenta los riesgos reales identificados en el proceso de due diligence”, afirma **Bengoa**.

Un mercado pro-vendedor como el actual conlleva una propensión al encarecimiento de los precios de venta. Frecuentemente, se hace uso de la fórmula de determinación del precio de compraventa mediante el sistema locked box, que da más certeza y visibilidad sobre el precio, pero suele ser considerado como más favorable al vendedor. Además, para **Jorge Martín**, “los términos contractuales que vemos en los procesos tienden a favorecer al vendedor. Entre ellos, cabe destacar la limitación del paquete de declaraciones y garantías que el vendedor está dispuesto a declarar en relación con el negocio objeto de la compraventa y el notable aumento del uso de seguros de manifestaciones y garantías en las que el vendedor, normalmente, consigue tener una exposición financiera meramente simbólica en caso de que algunas de esas manifestaciones y garantías relativas al negocio en venta sean incorrectas”. Precisamente, este es otro de los puntos más controvertidos a la hora de cerrar unas negociaciones con éxito. La negociación del régimen de responsabilidad del vendedor en el contrato de compraventa es un aspecto en el que las partes tienen posiciones totalmente contrapuestas. “El uso de seguros para cubrir el incumplimiento de las manifestaciones y garantías que el vendedor otorga en el contrato es una herramienta que permite a las partes transferir el riesgo a un tercero y, por tanto, centrar las conversaciones en otros ámbitos”, recuerda **Javier Goizeta, Practice Leader de PEMA Iberia de Marsh**.

Más allá de estos factores, la evolución adversa en los resultados, la salida de algún miembro clave del equipo directivo, la pérdida de un cliente determinante o la falta de financiación suelen dificultar el proceso. Por último, las discusiones sobre el pacto de socios y un exceso de confianza también pueden dar al traste con un deal. Por ejemplo, al presentar una oferta demasiado confiada o bajar el ritmo en un proceso competitivo en el que el inversor se ve ganador. Perder el norte en el último momento puede ayudar a un competidor a interponerse en las negociaciones. La figura del asesor suele ayudar a mantener esa tensión competitiva hasta la firma definitiva del contrato

SPA. “En general, una buena planificación del proceso, unida a una labor de educación por parte del asesor, son medidas que ayudan a mitigar estos factores. Cuando la negociación es equilibrada (es decir, existe un interés más o menos equivalente en hacer la operación por parte del comprador y vendedor), llegar a términos de razonabilidad puede ser más factible. Cuando ves que la operación se está decantando de manera significativa hacia uno de los lados, suele acabar rompiéndose”, apunta **Ramón Galcerán, Socio Director de Financial Advisory de Grant Thornton en España.**

“ **El uso de seguros para cubrir el incumplimiento de las manifestaciones y garantías que el vendedor otorga en el contrato es una herramienta que permite a las partes transferir el riesgo a un tercero** ”

## GESTIÓN DEL RIESGO TRANSACCIONAL

La mayor parte de los errores en deals surgen de la visión asimétrica de los riesgos reales de la operación. Gestionar la percepción de los riesgos y minimizarlos a través de las due diligence correspondientes adquiere una especial relevancia. Una vez más, la tolerancia al riesgo de un industrial es mucho más alta que la de un capital riesgo. Para un fondo de private equity, un siniestro en una participada puede llevarse el equity de la operación por delante. En estos casos, no contar con un programa de seguros lo suficientemente robusto para las participadas puede penalizar al fondo tras un siniestro. Sin duda, una buena gestión del riesgo transaccional influye en el éxito final de la operación. Para afrontar una compraventa, es fundamental hacer un análisis de los riesgos asociados para gestionarlos y ajustar el precio, logrando así el éxito del deal. Para el **Socio de Grant Thornton**, “la identificación de potenciales riesgos con anterioridad a iniciar la negociación puede permitir al vendedor implementar medidas correctoras o mitigadoras. Además, tener conocimiento previo de dichos riesgos permite que la parte afectada pueda ajustar las expectativas sobre la transacción, o incluso decidir no acometerla en etapas tempranas del proceso, si considera que dichos riesgos tienen un impacto relevante en el precio o en la evolución futura del negocio. Los factores de riesgo pueden impactar en el precio, la estructura de pagos y el régimen de garantías que solicita el comprador”.

Lo más habitual en la fase inicial del deal es realizar un concienzudo proceso de due diligence (desde el punto de vista legal, financiero, técnico, fiscal, de seguros y de mercado, entre otros) para conocer la situación de la empresa y sus perspectivas futuras, de modo que se pueda concretar su valor y las posibles contingencias asumidas con la compra. En palabras de **Bengoa**, “es muy relevante de cara al éxito del

proyecto hacer una buena valoración del riesgo genérico de la operación y de la ejecución del plan de negocio e intentar anticiparse a posibles problemas futuros. Cada vez hay más información disponible y se sofistican más las due diligence con el objetivo de ayudar a identificar los principales temas que influirán en el éxito final de la operación”.

El alcance de este proceso y los aspectos a analizar difieren mucho según el tipo de operación (toma de mayoría o minoría, cross-border, compra de activos, carve out, etc.). Por ello, las due diligence deben adaptarse al esquema de cada deal y centrarse en los aspectos más relevantes. Después del proceso, se estructura un contrato de compraventa (SPA) en el que se suelen incluir cláusulas de manifestaciones y garantías en caso de contingencias no identificadas, como mecanismo de protección del comprador. “Uno de los principales objetivos de un contrato de compraventa es asignar riesgos, tanto no identificados como identificados, al comprador o vendedor. Con lo cual, se trata de uno de los principales puntos de negociación de los términos de un contrato de compraventa, cómo se asignan dichos riesgos entre las partes y cómo afectan al precio de la operación”, recuerda **Martín**. De forma complementaria, como herramienta para mitigar los riesgos, se pueden estipular determinadas Condiciones Precedentes de cara al cierre de la operación. “Como herramienta adicional de transferencia/mitigación, se pueden articular diferentes vías para hacer frente a las garantías a otorgar por el vendedor. En España, lo más habitual es una cuenta escrow con fondos inmovilizados al vendedor, junto a avales o ajustes directos en precio en ausencia de garantías por parte del vendedor”, indica **Goizeta**.

Pero los riesgos no acaban con el cierre del deal. Una vez se completa la operación, pueden identificarse riesgos futuros que deben ser en gran medida transferidos para evitar en la medida de lo posible la pérdida de la inversión. que muchos mecanismos para transferir los riesgos futuros. Los mecanismos existentes en el mercado van desde las pólizas tradicionales de seguros para cubrir los hechos fortuitos o impagos hasta diferentes alternativas específicas para riesgo político (tales como situaciones de inconvertibilidad, expropiación, nacionalización o confiscación), hasta coberturas de Key Man insurance, D&O o Infidelidad de empleados, más enfocados a riesgos operacionales. En cualquier caso, **Goizeta** recuerda que “ninguna operación está exenta de riesgos por muy bueno que sea el ejercicio de revisión realizado previamente. Por ello, contar con un seguro de manifestaciones y garantías que mitigue el riesgo de pérdida financiera en caso de pasivos ocultos en la target es vital para asegurar, si no el éxito de la operación, si evitar que esta sea un fracaso”.

## RIESGO PARA COMPRADORES Y VENDEDORES

Lógicamente, las transacciones de M&A entrañan riesgos para ambas partes. En el caso del comprador, ya que asume la propiedad de la compañía y, por tanto, no sólo los beneficios,

sino también las posibles contingencias. Por su parte, para un vendedor, la máxima está en el precio de la compañía y éste tiene que ser cierto para poder distribuirlo. Por eso, en las desinversiones, se hace especialmente importante la utilización de pólizas de seguros.

Compradores y vendedores demandan cada vez más una buena gestión de riesgos transaccionales. “Detrás de cada riesgo, siempre existe una oportunidad, por lo que un proceso adecuado de gestión de los mismos y de transferencia de aquellos que no se quiera o pueda soportar en el balance garantizará el éxito de la operación”, señala **Goizeta**. Las razones son de peso: mejora o diferencia la oferta de compra, incrementa o ajusta el precio de la transacción y reduce incertidumbres logrando llevar a término una operación limpia. Según **Galcerán**, “en términos generales, la parte compradora asume un riesgo mayor, dado que son los nuevos gestores de la compañía adquirida y los que están realizando el desembolso monetario. La tendencia en el mercado es la de equilibrar dichos riesgos en los contratos de compraventa, mediante la correcta implementación del régimen de manifestaciones y garantías, la retención de precio y una estructura de pagos dependiente de la evolución financiera de la compañía adquirida (earn-out). El cómo se estructuran esos mecanismos podría llegar a suponer una oportunidad para alguna de las partes”. En determinadas ocasiones, si la compañía evoluciona de manera favorable, puede convertirse en una oportunidad para el vendedor que podría recibir una compensación adicional por su porcentaje transmitido. Pero al mismo tiempo, el comprador ha mitigado el riesgo de su incertidumbre, mediante un mecanismo que no supone un pago adicional (que complemente o complete el precio razonable) si no se cumplen ciertas expectativas.

En este sentido, “las cuentas escrow y avales suponen la retención del riesgo para comprador o vendedor, o para ambos. El comprador debe soportar el exceso para contingencias que vayan más allá del límite de responsabilidad pactado en el contrato, o bien posibles insolvencias del vendedor si no se dispone de mecanismos de retención de importes. El vendedor, a su vez, al otorgar garantías, mantiene el riesgo en su balance y, por tanto, no lo transfiere”, indica **Goizeta**. Sin embargo, usar una póliza de seguros de manifestaciones y garantías ayuda a transferir el riesgo a un tercero ajeno a la operación. “Habitualmente, el vendedor mantiene una cuantía aceptable en su balance (acorde con el De Minimis y Threshold pactados en el SPA) y proveyendo al comprador de una cobertura por el exceso hasta el límite necesario (que puede superar el límite de garantía que otorgaría el vendedor). Este seguro se coloca con una firma con rating suficiente para ofrecer garantías al Comité de Riesgos (u organismo similar) de la compradora y a los posibles financiadores. El coste de este seguro se incorpora al precio final, transformando así un riesgo incierto en un coste fijo y asumible”, expone el **Practice Leader de PEMA Iberia de Marsh**.

## LA INESTABILIDAD POLÍTICA Y ECONÓMICA RALENTIZA LA INVERSIÓN

Si hay un factor determinante para la actividad de M&A es la certidumbre. En los últimos meses, el cierre de operaciones corporativas se ha ralentizado a nivel global en gran medida por el panorama macroeconómico y político. Aunque no es uno de los principales riesgos a evaluar en el cierre de un deal, la incertidumbre política en España, la inestabilidad geopolítica internacional, las dudas sobre la economía mundial, el Brexit y la guerra comercial entre EE.UU. y China, no suponen el mejor caldo de cultivo para un acuerdo exitoso. Para **Ramón Galcerán**, “la confianza y la estabilidad regulatoria son fundamentales para los inversores internacionales. La falta de visibilidad sobre un gobierno estable en España, así como la situación en Cataluña, hacen que los inversores sean cautos en cuanto a las inversiones en España. Por otra parte, la tensión geopolítica mundial (guerra comercial y Brexit) nos afecta tanto a nosotros como a otros países. Estimamos que, a medida que se resuelvan estas incógnitas, los inversores reactivarán sus planes de inversión”.

“ En sectores como automoción, educación infantil o el mercado inmobiliario, hay factores regulatorios que ponen en riesgo no sólo la propia actividad privada, también, las operaciones corporativas ”

A ellos, se unen los cambios regulatorios que desde hace tiempo rodean a varios sectores dejando en stand by transacciones de gran relevancia. “En algunos sectores como la automoción, educación infantil o el mercado inmobiliario, entre otros, encontramos factores regulatorios que ponen en riesgo no sólo la propia actividad privada, si no también, las operaciones corporativas. La inversión es la primera que se ve afectada. El dinero huye de las situaciones de incertidumbre”, indica **José María Alberu, Socio de PKF Attest**. De hecho, aunque en octubre se han cerrado deals de tamaño que parecen haber dejado atrás algunas dudas, en los nueve primeros meses de 2019, el volumen de operaciones de M&A no alcanzó los €25.000M.

Los inversores extranjeros, con el private equity a la cabeza, siguen protagonizando la mayoría de las compras, pero el volumen invertido en estos trimestres ha sido mucho menor de lo habitual desde 2016. Sin embargo, no sucede lo mismo en el caso de empresas españolas que salen al exterior. Los industriales han apretado el acelerador en sus compras fuera de nuestras fronteras. En general, los expertos coinciden en que las transacciones cross-border implican un mayor riesgo y complejidad, al tratar con aspectos legislativos y socioculturales

diferentes. Lo cierto es que existen varios riesgos inherentes a una transacción de M&A en el exterior. Entre ellos, los fiscales, regulatorios, económicos, políticos y culturales. En palabras de **Jorge Martín**, “las diferencias legislativas juegan un papel clave cuando una empresa nacional decide realizar una compra en el extranjero. Entender el nuevo marco regulatorio aplicable en dicha jurisdicción es esencial para una correcta valoración de la compañía y de los riesgos inherentes al negocio, así como para la posterior integración en el grupo comprador”. Por ello, es especialmente importante contar con asesores expertos en esas materias. Tras el deal, la inversión en un país lejano implica en ocasiones que el control efectivo de la participada no sea el que se esperaba, degenerando en problemas posteriores. La correcta planificación de la fase de

integración post cierre, así como una buena gestión del riesgo en los contratos de compraventa, son medidas comunes en este tipo de operaciones. Para mitigar en la medida de lo posible todos estos riesgos, es habitual contar con herramientas como coberturas de riesgos políticos o pólizas para cubrir el incumplimiento de las manifestaciones y garantías del contrato SPA. “Detectamos un creciente interés por coberturas específicas de riesgo político no sólo en operaciones transnacionales con mercados exóticos, sino cada vez más frecuentemente para mercados que históricamente han sido considerados estables. Estas herramientas ayudan a mitigar riesgos que no estamos acostumbrados a gestionar de manera interna, por lo que una transferencia al mercado asegurador tiene sentido en estas situaciones”, explica **Javier Goizuela**.

*Javier Goizuela*  
*Practice Leader de PEMA Iberia de Marsh*  
*Tel.: 914 56 94 00*

*Idoia Bengoa*  
*Directora General de Talde Private Equity*  
*ibengoa@talde.com*

*Ramón Galcerán*  
*Socio Director de Financial Advisory de Grant Thornton en España*  
*ramon.galceran@es.gt.com*  
*Tel.: 93 206 39 00*

*Jorge Martín*  
*Abogado de Corporate de Clifford Chance*  
*Tel.: 915 90 75 00*

*José María Alberu*  
*Socio de PKF Attest*  
*Tel.: 915 56 11 99*