

Impacto del COVID-19 en los aspectos contractuales y en los procesos jurídicos de la práctica de M&A

José María Rojí

Nos acercamos a los 100 días de la pandemia que ha sacudido nuestro modo de vivir y trabajar y ha llevado nuestra economía a una situación de crisis cuya profundidad y extensión aun están por definir pero que se anuncia crasa y supina.

El M&A no va a ser ajeno a esta crisis, no lo está siendo, pero tampoco se va a comportar como en otras crisis recientes, básicamente por la existencia de liquidez y apetito inversor. En estas notas formularemos una aproximación a las cuestiones jurídicas que se empiezan a ver o anunciar y a las que se intuyen y preconizan, tanto desde la perspectiva contractual como desde la de puro proceso, pero siempre en su vertiente jurídica.

1. ¿Cómo ha sido el M&A en 2019 y qué utilidad podemos obtener de esa referencia?



El M&A de 2019 es ya historia y una historia abruptamente interrumpida. En los contratos en 2018 y 2019 se mantuvo una tendencia en que la posición de fuerza en la negociación estaba en el vendedor y no en el comprador.

El impacto de esta realidad en la práctica contractual consistió en un continuismo en la proliferación de las cláusulas que se conocen como *sellers friendly*: a) general inclusión de las cláusulas de *minimis* (donde determinadas contingencias de poca relevancia económica quedan fuera de la responsabilidad del vendedor), de *basket* (donde un importe de contingencias agregadas forman parte del riesgo del comprador), y en ambos casos con elevados umbrales en importe o porcentaje; y, b) el mantenimiento o incluso la reducción de unos plazos poco prolongados de responsabilidad (con un estándar entre 18 y 24 meses) y la limitación de los importes máximos de responsabilidad (rara vez por encima del 50% del precio y en un porcentaje tendencialmente a la baja hasta el 10% en proporción inversa al valor de la transacción).

Pues bien, el COVID-19 ha supuesto un drástico desplazamiento de la posición de fuerza a la parte compradora y una aversión más acusada al riesgo comprador y, en consecuencia, las cláusulas propias del régimen de responsabilidad como las descritas van a virar en protección del comprador en cuanto a plazos e importes. Menos *minimis* y *baskets* y con importes más reducidos y mayores plazos e importes de responsabilidad.

Junto a lo anterior, en el 2019 veíamos una tendencia a un mayor uso del *locked box*, el arbitraje y los seguros de W&I. En cuanto al *locked box*, al ser un mecanismo que consiste en anticipar la transferencia del riesgo del vendedor al comprador, situándolo en el *signing* en lugar de en el *closing*, va a sufrir un retroceso en su uso en beneficio de las cláusulas tradicionales de ajuste de precio, de modo que se va a mantener el riesgo en el vendedor hasta la consumación de la transacción lo que casa adecuadamente con lo que se dirá respecto a las cláusulas MAC.

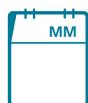
Por el contrario, se va a incrementar la sumisión a arbitraje como mecanismo de resolución de conflictos dado que, junto al resto de innumerables ventajas en el ámbito del M&A de este mecanismo heterocompositivo de ADR, el colapso que se espera en la administración de justicia constituirá un incentivo poderoso para evitar los tribunales. Dado el auge de la mediación que se viene produciendo y del que el COVID-19 está siendo un potente catalizador, es probable que proliferen lo que se conocen como cláusulas escalonadas *MED-ARB*, que pueden constituir mecanismos eficaces de resolución de conflictos ante la expectativa de que en el escenario incierto actual se puedan producir conflictos nuevos que requieran un enfoque más transaccional que litigioso, para lo que la mediación es idónea.

En cuanto al seguro de W&I, si ya venía siendo el mejor mecanismo para la transferencia de riesgos, en un momento en que los riesgos ocupan la pista central, bajo todos los focos, cabe esperar que aumente su penetración en las operaciones de M&A. Destacar que se está trabajando en la posibilidad de ofrecer coberturas basadas en coberturas básicas (*synthetic warranties*) en aquellas operaciones que por su estructura no permitan una póliza al uso pero en las que se pueda otorgar suficiente confort a la aseguradora como para que pueda comprar ese riesgo.

Destacar por último como la cláusula MAC, hasta la fecha muy común en Estados Unidos y muy poco en Europa, va a estandarizarse. Es una solución que actúa como causa legítima de ruptura entre el *signing* y el *closing*. Su redacción precisa se está adaptando a los distintos ángulos de lo vivido: pandemia, estado de alarma, restricciones generales de movimiento, cierre generalizado o sectorial de actividades comerciales, etc. Siendo un mecanismo a incluir en beneficio del comprador, del vendedor o de ambos, es conveniente negociar el modo y momento de invocación y la atribución o asunción de los costes de ruptura (*break fees*).

Otro aspecto a destacar del periodo entre el *signing* y el *closing*, es cómo se ve afectada la obligación de mantener el *business as usual* en un escenario como el vivido y, si se configura como una obligación de medios –en cuyo caso no se ha incumplido ya que la paralización o reducción ha sido por causas ajenas no por actos de quien ostenta la gestión transitoria– o de resultado –en cuyo caso es muy probable que no se haya producido el pactado–. También se pueden haber incumplido *covenants* que actúen como condiciones de la transacción, o deteriorado magnitudes que sirven para el ajuste de precio, de modo que hayan afectado gravemente al precio reduciéndolo, salvo que se hubieran establecido umbrales de ruptura en favor de cualquiera de las partes.

2. ¿Qué podemos esperar del segundo semestre del 2020?



Si el 2019 es historia y el primer semestre del 2020 simplemente no ha sido, ¿qué podemos esperar del segundo semestre del 2020?

Como apuntábamos, sigue habiendo liquidez en el lado de la demanda y apetito inversor. Reside en inversores sofisticados (*Private Equity, Family Offices*, quienes han captado dinero o han liquidado posiciones y necesitan reinvertir, etc.), pero también en industriales que no hayan sufrido especialmente en caja, que ven una oportunidad de crecimiento inorgánico a buen precio o que deban abordar una transformación de negocio para afrontar el nuevo entorno.

Aunque el foco de muchos inversores en el muy corto plazo se ha centrado en proteger sus carteras, lidiar con las situaciones a las que se han visto abocadas sus participadas como consecuencia del COVID-19 y evaluar sus propios planes de contingencia y continuidad, se están moviendo ya en busca de oportunidades, oportunidades que están presentes en el mercado dado que muchas compañías tienen un problema de liquidez y otras han cobrado consciencia que para enfrentarse a determinados retos y riesgos actuales y futuros necesitan tamaño o una plataforma. Globalización, verticalización, profesionalización y digitalización, son términos que están en la agenda de muchas empresas y que en este entorno solo pueden alcanzar a través de integraciones.

Adicionalmente, estamos viendo la realización de operaciones oportunistas, que mueven el mercado, como ejercicios de derechos de salida en sus diversas formas particularmente cuando el derecho está referenciado a valores de cierre del ejercicio anterior, o de exclusión para aprovechar momentos de valoración bajo en los que sacar a un socio incómo-

do. Es también un buen momento para las estrategias de dilución de socios minoritarios. De hecho, como en todo entorno de tribulación, van a aumentar los conflictos de socios, lo que coadyuvará a la activación del mercado de M&A.

Como consideración adicional y pese a que en la práctica no hemos podido medir si está teniendo mucho impacto, debe tenerse en cuenta que se han aprobado ciertas restricciones a las inversiones por residentes en países fuera de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio en determinados sectores relevantes.

Por último, destacar que se están activando operaciones de *distressed M&A*. En particular, se prevé un gran número de oportunidades de compra de unidades productivas en concurso de acreedores, cuestión que hemos tratado en otros trabajos. Simplemente señalar que se trata de operaciones que pueden resultar muy atractivas pero que no encajan con facilidad en los estándares del M&A tradicional, por lo que en nuestra experiencia adquirida en la última crisis, deben abordarse por un equipo integrado por expertos en adquisiciones, concursal y laboral, siendo clave para su éxito el diseñar la estrategia en la medida de lo posible aun antes de que se solicite el concurso y ejecutarlas con celeridad tras una análisis adecuado de: a) el modo de definir el precio para que sea competitivo en el concurso; b) el perímetro a adquirir para asegurar que incluye todo lo necesario pero nada más que lo requerido; y, c) el régimen de responsabilidad, con especial atención a la sucesión de empresas laboral.

3. ¿Cómo están siendo y serán las operaciones?



En este apartado señalaremos algunas notas sobre aspectos diversos atinentes a los *deals* que estamos viendo o diseñando.

El tiempo en las operaciones

Como siempre que hay crisis, las operaciones van a ser más lentas, por el riesgo, por las incertidumbres, por la traslación de la posición de fuerza del vendedor al comprador y, en cierta medida, por las limitaciones de movimientos que ha impuesto el estado de alarma y que en ciertos aspectos se proyectarán al futuro. Solo se acelerarán aquellas operaciones en que se busque evitar un proceso competitivo como en ciertas oportunidades en entornos concursales.

Desde luego, las nuevas reglas de reducción del contacto y proscripción de reuniones llevan aparejado una reorganización de las propias dinámicas de las operaciones. No obstante, los equipos de M&A están muy habituados a trabajar a distancia, en particular en cuanto a los *data room*, y la crisis ha incrementado hábitos y habilidades en reuniones telemáticas, pero hay ciertas fases, como la negociación de cierre de los contratos, en las que el contacto personal se intuye seguirá siendo crítico.

Esta ralentización puede obedecer también a causas exógenas, como en las operaciones sometidas a todo tipo de autorizaciones administrativas, de competencia, de la DGS o de cualquier intervención de terceros, donde todos los procesos van a ser más lentos y complejos. Muchas instituciones han reducido a mínimos sus recursos destinados a estos fines (*skeleton crew*). En este orden de cosas, hay que aplaudir que la normativa concursal se haya modificado para priorizar los procesos que conlleven transmisión de unidades productivas.

En otro orden de cosas, las normas COVID-19 aprobadas que han afectado a la regulación sobre los plazos de solicitud de concurso o para cumplir con la obligación de instar la eventual causa de disolución por desequilibrio patrimonial, van a dar aire a los vendedores, quienes tienen menos presión jurídica derivada de la situación de iliquidez o insolvencia, y a los compradores de empresas en dificultades, quienes podrán posponer las medidas a adoptar para su regularización post adquisición, dado el mayor plazo concedido por el legislador para activar estos mecanismos de concurso o disolución obligatorios.

Valoraciones y precio

En la fijación del precio en las próximas operaciones es muy probable que los números y magnitudes de los últimos meses no sirvan de referencia, ya por ser coyunturalmente inusualmente bajos, ya por haberse producido una disrupción estructural del modelo de negocio que los haga inhábiles para formular proyecciones fiables.

Las valoraciones es más que probable que en muchos sectores y actividades vayan a la baja en la medida en que los KPIs generales serán peores y que los riesgos son más elevados. Para proteger su valor, los vendedores tienden a buscar la introducción de fórmulas de *earn-out* que les permitan obtener a futuro parte del precio que no se reconoce en el momento del *closing* como consecuencia de una diferente percepción del riesgo. Vemos como se está buscando que se correspondan con plazos más largos y se trata de excluir de los mismos periodos críticos como aquellos en que esté vigente el estado de alarma, restricciones severas de movilidad o cierre del sector o actividad concretos.

Otro aspecto de las valoraciones es que los modelos y las proyecciones deberán contemplar las consecuencias económicas del COVID-19 en determinadas industrias, no solo desde la perspectiva de reducción de ingresos sino también de incremento de costes. Así, la incorporación de medidas de higiene y distanciamiento, en particular, pero no solo, en sectores como el hotelero, la restauración, los espectáculos, el transporte aéreo, etc.; o la inversión en tecnología para cuestiones como el teletrabajo o el desarrollo del negocio *online*. Otro aspecto que preocupa es el posible deterioro e incluso obsolescencia de inventarios como consecuencia de la interrupción de actividades durante este largo periodo.

En las operaciones se van a valorar también los planes de contingencia y los de continuidad, la capacidad empresarial y tecnológica para enfrentarse a una situación similar, la tecnologización de los recursos, la resiliencia de las plantillas... Todo ello lleva a la inclusión de nuevos parámetros, a la limitación de referencias históricas y, en suma, a una labor de rediseño de los modelos y fórmulas de concreción del valor que luego deberán ser explicados y negociados con las contrapartes en las adquisiciones.

Riesgos y responsabilidades

Destaca la preocupación por nuevos riesgos que han podido generar las compañías en este periodo. Por citar algunos: a) La solidez jurídica de decisiones adoptadas en materia laboral: como por ejemplo ERTes u otras medidas de regulación de empleo individual o colectiva sin suficiente justificación, contagios en las plantas por falta de toma de medidas adecuadas o cuando se han realizado actividades no esenciales en periodos de restricción; b) Cambios en la actividad histórica de la compañía como por ejemplo la fabricación puntual de hidrogeles, mascarillas o respiradores, o la transición acelerada a la venta *online* sin un modelo y una experiencia previos contrastados; c) Riesgos derivados de la gestión de la falta de liquidez o de la escasez de recursos: impagos a proveedores, incumplimiento de obligaciones con clientes, denuncia injustificada e incluso abusiva de contratos, venta especulativa de stocks; d) Riesgo de morosidad de clientes mucho más intenso por los que se han sentado encima de la caja y por los que puedan entrar en concurso; e) Riesgos en materia de protección de datos, asociados por una parte a la recopilación de datos por temas sanitarios entre los propios empleados, proveedores y clientes, y, por otro, a la relajación de ciertas medidas de protección y seguridad como consecuencia del precipitado teletrabajo.

Todo lo anterior llevará a que se intensifique el debate entre comprador y vendedor para la cualificación de las representaciones y garantías, atendiendo a las vicisitudes referidas de los contratos, los negocios y las relaciones durante este particular periodo, destacando los riesgos de haber acudido a figuras como la fuerza mayor, la *rec sic stantibus* o el equilibrio de los contratos, o el incalculable número de litigios laborales que pueden surgir derivados de las medidas adoptadas, pero también tanto del anómalo trabajo presencial como del improvisado teletrabajo.

En otro orden de cosas, muchas compañías están valorando proceder a realizar ajustes en sus plantillas en los próximos meses. Quién decide, lidera y ejecuta esos procesos entre comprador y vendedor y cómo se asignan las responsabilidades vinculadas a los mismos, va a ser otro factor clave en las negociaciones de las operaciones de M&A en los próximos meses y en los acuerdos sobre asignación de riesgos.

Por último, apuntar que es probable que, en las due diligences que se lleven a cabo en adelante, se revisen, además de los aspectos tradicionales y los señalados anteriormente, las cláusulas de fuerza mayor en los distintos contratos de la compañía como hasta ahora se revisaban las de cambio de control, de manera selectiva y valorando si actúan como un riesgo o como una protección.

4. Mirando por el retrovisor, impacto del COVID-19 en operaciones cerradas



Unas últimas reflexiones sobre aspectos con los que podemos encontrarnos respecto a operaciones cerradas en un pasado reciente pero respecto a las que todavía queden cuestiones vigentes, principalmente en materia de precios y responsabilidades.

Las reclamaciones de contingencias por el comprador van a tropezar con un probable empobrecimiento del vendedor y con un colapso judicial para su reclamación, lo que supone un incentivo para la negociación como alternativa al litigio.

El importe de los *earn-outs* a vendedores, de las compensaciones a directivos o de los precios diferidos vinculados a resultados, van a sufrir una reducción y, a la vez, es probable que sea un mal momento para que el comprador los satisfaga por los actuales déficits de tesorería. Por lo tanto, no es un mal momento para negociar una extensión de los plazos de devengo y exigibilidad de dichos conceptos, en beneficio para una parte de un diferimiento del pago y para otra de una posible mejora del importe.

Las cláusulas de salida de minoritarios van a tener un efecto diverso en función del tipo de parámetro fijado para establecerlas, conviene una revisión caso a caso ya que pueden tener un impacto muy importante y constituir la crisis un incentivo para alguna de las partes.

5. Conclusión



En 2020 seguirá habiendo M&A. Los procesos serán en general más lentos y habrá que acostumbrarse a analizar, negociar y documentar reduciendo la presencialidad. Las *due diligences* deberán valorar nuevos elementos y riesgos, con especial atención a cuestiones como las laborales y la de protección de datos, y ejecutarse telemáticamente en lo posible, como ya se viene haciendo.

Se deberán adaptar los modelos de valoración a la nueva realidad, por la utilidad relativa de los datos históricos y recientes y por la modificación de las estructuras de ingresos y gastos de las empresas tras el COVID-19, cuando no del propio negocio. Se extenderá el uso de la cláusula MAC y habrá un retroceso en la utilización de pactos de *locked box*. Asimismo, y por lo expuesto, habrá una tendencia a incluir mecanismos de *earn-out* en el precio.

En la mayoría de los casos, la parte compradora tendrá una posición de negociación más fuerte que la parte vendedora, lo que conllevará una alteración del contenido y el estándar de mercado actual de los pactos contractuales, muy en particular todos los asociados a la asignación de riesgos y al régimen de responsabilidad. El contenido de las manifestaciones y garantías va a adaptarse a riesgos derivados de la situación generada por el COVID-19 y a las difíciles decisiones y estrategias adoptadas durante este periodo. Los seguros de W&I seguirán siendo una solución eficaz en la transferencia de riesgos.

Surgirán de nuevo con fuerza las oportunidades de compra de unidades productivas en concurso, como ocurriera en la fase final de la crisis del 2008, pero esta vez desde su inicio. Estas operaciones sí es conveniente acelerarlas para poder ejecutarlas antes de que se produzca un deterioro intenso de la empresa, constituyendo el mejor mecanismo

la presentación de una oferta de compra junto a la propia solicitud de concurso. La estrategia debe ordenarse conforme a la naturaleza de estas operaciones que difiere de las de M&A tradicional. No cesarán los conflictos de socios y de ellos surgirán nuevas operaciones corporativas.

Será inteligente desjudicializar los conflictos de todo orden, incluidos los post adquisición y los de socios, y tratar de resolverles mediante arbitraje o mediación. El colapso de la justicia que se espera hará antieconómico acudir a los tribunales o permanecer en ellos. Conviene revisar las operaciones pasadas con pactos vigentes y tratar de renegociarlos para adaptarlos al nuevo entorno.

Se plantean nuevos retos, pero los fundamentos para afrontarlos son los mismos: estudio a fondo de cada operación y sus particularidades, aprovechamiento de la experiencia no para repetirse sino para adaptarla a una nueva realidad, preocupación por el precio y por la responsabilidad, voluntad de negociación con lo que supone de obtener y ceder, visión a largo plazo, trabajo intenso, y una combinación adecuada de prudencia, confianza y audacia.



José María Rojí

Abogado y Árbitro | Socio de CMS Albiñana & Suárez de Lezo

T +34 93 494 1023

E josemaria.roji@cms-asl.com

La presente publicación no constituye asesoramiento jurídico de sus autores.

cms-asl@cms-asl.com | cms.law



Law . Tax

Your free online legal information service.

A subscription service for legal articles on a variety of topics delivered by email.
cms-lawnow.com

The information held in this publication is for general purposes and guidance only and does not purport to constitute legal or professional advice.

CMS Legal Services EEIG (CMS EEIG) is a European Economic Interest Grouping that coordinates an organisation of independent law firms. CMS EEIG provides no client services. Such services are solely provided by CMS EEIG's member firms in their respective jurisdictions. CMS EEIG and each of its member firms are separate and legally distinct entities, and no such entity has any authority to bind any other. CMS EEIG and each member firm are liable only for their own acts or omissions and not those of each other. The brand name "CMS" and the term "firm" are used to refer to some or all of the member firms or their offices.

CMS locations:

Aberdeen, Algiers, Amsterdam, Antwerp, Barcelona, Beijing, Belgrade, Berlin, Bogotá, Bratislava, Bristol, Brussels, Bucharest, Budapest, Casablanca, Cologne, Dubai, Duesseldorf, Edinburgh, Frankfurt, Funchal, Geneva, Glasgow, Hamburg, Hong Kong, Istanbul, Johannesburg, Kyiv, Leipzig, Lima, Lisbon, Ljubljana, London, Luanda, Luxembourg, Lyon, Madrid, Manchester, Mexico City, Milan, Mombasa, Monaco, Moscow, Munich, Muscat, Nairobi, Paris, Podgorica, Poznan, Prague, Reading, Rio de Janeiro, Riyadh, Rome, Santiago de Chile, Sarajevo, Seville, Shanghai, Sheffield, Singapore, Skopje, Sofia, Strasbourg, Stuttgart, Tirana, Utrecht, Vienna, Warsaw, Zagreb and Zurich.

cms.law

