

Asesoramiento en
operaciones corporativas

Compra-venta de empresas

Due Diligences

Compra-venta de empresas

Due Diligences

Autor: JOSÉ ANTONIO GIL LÓPEZ

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales y Diplomado en Informática.

Ex socio de PricewaterhouseCoopers: 25 años en Auditoría y 11 años en "Transaction Services"

Miembro del Colegio Vasco de Economistas. Censor Jurado de Cuentas. Miembro del ROAC

Depósito Legal: M-2329-2018

ISBN: 978-84-15354-79-6

1ª edición: febrero de 2018.

© Registro de Expertos Contables. España. 2018.



Consejo General de Economistas de España
Calle Nicasio Gallego 8, 28010 - Madrid
T +34 91 432 26 70 / e.mail: rec@economistas.org
www.economistas.es

Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España
Paseo de la Habana 1, 28036 - Madrid
T +34 91 446 03 54 / e.mail: rec@icjce.es
www.icjce.es

El presente material pertenece al Registro de Expertos Contables del Consejo General de Economistas de España y del Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España, se atribuyen a éste todos los derechos de explotación y otros conexos sobre el mismo en cualquier forma, modalidad o soporte.

El material debe utilizarse únicamente con fines de estudio, investigación o docencia, sin que pueda utilizarse por terceros para fines comerciales o similares. Por tanto, se prohíbe su copia, distribución, reproducción, total o parcial de este material por cualquier medio sin la autorización expresa y por escrito del Registro de Expertos Contables.

Índice

	<u>Página</u>
1. Introducción	1
2. Acercamiento al proceso de compra-venta de un negocio	4
3. Fases de un proceso de compra-venta (<i>"Buy side"</i>)	7
3.1. FASE 1 - Decisión de compra	10
3.2. FASE 2 - Búsqueda de potenciales empresas objetivo	13
3.3. FASE 3 - Primeros contactos con empresas objetivo	14
3.4. FASE 4 - Procesos de Due Diligence	21
3.5. FASE 5 - Análisis de conclusiones de las Due Diligence	36
3.6. FASE 6 - Contrato de compra-venta	41
3.7. FASE 7 - Post-transacción	42
4. Due Diligence para el vendedor (<i>"Sell side Due Diligence"</i>)	45
5. Asistencia al vendedor (<i>"Vendor Assistance"</i>)	49
6. Glosario de términos	53

Compra-venta de empresas

Due Diligences

Guía del Experto Contable
Documento nº 2

Asesoramiento en
operaciones corporativas

1. Introducción

Este documento ha sido preparado con el objetivo de ilustrar, de una forma sencilla y lo más comprensiva posible, sobre las distintas fases en que habitualmente progresa un proceso de compra-venta de un negocio hasta su perfeccionamiento.

Entendemos que la cultura y, en algunos casos, la experiencia de los destinatarios de este documento es de índole económica, financiera y contable y les puede resultar de utilidad para su conocimiento y desarrollo profesional, así como para su aplicación práctica en el ejercicio de sus actividades profesionales o como una extensión de los servicios profesionales que ya están prestando.

En cada fase de un proceso de compra-venta se producen una serie de hitos o acontecimientos que, en la medida en que se van superando, hace que progrese la transacción hasta su terminación a satisfacción de las partes.

El asesor que participa en este tipo de operaciones, con independencia de la fase en la que se le haya solicitado su colaboración y de la naturaleza y alcance de su trabajo, debe conocer la transacción desde su inicio hasta su finalización, de cara a estar al tanto de la estrategia, las necesidades y los puntos de apoyo técnico que va a requerir su cliente y enfocar su trabajo adecuadamente para, en buena medida, asegurarse de que con su trabajo va a cubrir razonablemente las expectativas de su cliente.

Es por ello por lo que a lo largo de este documento vamos a describir los principales hitos o fases de una transacción de compra-venta, centrándonos en los diferentes aspectos que se llevan a cabo en cada una de las mismas.

Debemos señalar que la división en las fases que contemplamos en este documento suele ser la habitual y lógica para este tipo de operaciones. No obstante, en la práctica, en algunas transacciones se produce una concentración del proceso en un número más reducido de fases, dependiendo del conocimiento de la empresa objetivo que tenga, en su caso, el

comprador, de la diligencia que aplique en la transacción y de los riesgos que esté dispuesto a asumir.

En el capítulo 3 de este documento se presentan gráficamente las distintas fases del proceso, así como los principales aspectos que se contemplan en cada una de las mismas. Dependiendo de los recursos de que dispongan los profesionales o de las alianzas establecidas con otros profesionales de las distintas disciplinas que concurren en el asesoramiento de una transacción, se podrán observar las múltiples oportunidades de colaboración que ofrece una transacción de compra-venta en cada una de sus fases, para aquellos profesionales que se dedican al asesoramiento.

Evidentemente, en la práctica, la amplitud de la colaboración del asesor dependerá de la experiencia del cliente y de la naturaleza del comprador (cliente), teniendo en cuenta que, en cada caso, los requerimientos pueden ser diferentes. Estos no serán los mismos para un inversor financiero (Fondo de Capital Riesgo, por ejemplo) que para una empresa o grupo de empresas compradoras, aspectos que desarrollaremos, más adelante, en este documento.

Llegados a este punto conviene aclarar, para aquellos que no tengan experiencia en este tipo de trabajos, que la colaboración o el asesoramiento, el enfoque del trabajo y, en su caso, el informe resultante nada tienen que ver con los de una auditoría, ni con los de otros trabajos como revisiones limitadas o aplicación de procedimientos acordados. En este tipo de operaciones, la auditoría se suele solicitar (normalmente por mutuo acuerdo en el contrato de compra-venta) como un servicio complementario post-transacción con diferentes propósitos, como por ejemplo: disponer de unos estados financieros auditados iniciales para el comprador o como elemento de ajustes al precio o complemento de garantías (en caso de revelarse contingencias no detectadas por las Due Diligences), en función de las salvedades que se pudieran poner de manifiesto en el informe de auditoría.

Por otra parte, suele ser habitual que, en cursos, conferencias, publicaciones, etc., aquellos que tienen interés en este tipo de asesoramiento o colaboraciones, busquen con avidez metodología para su aplicación práctica inmediata. En este sentido, podemos afirmar que no existe una metodología estándar aplicable a todas las transacciones, entre otras razones, debido a que cada proceso de compra-venta, aunque con un objetivo similar, es diferente. El enfoque de trabajo debe adaptarse a los distintos requerimientos y necesidades del cliente, con un denominador común: que el cliente lleve a cabo la transacción en las mejores condiciones posibles, protegerle al máximo de los riesgos latentes, optimizar el precio y, sobre todo, que conozca en profundidad todos los aspectos de la compañía objeto de compra, sin sobresaltos post-transacción.

No obstante lo anterior, en este documento se tratará de orientar, en la medida de lo posible, sobre los principales aspectos relacionados con el asesoramiento en una operación de compra-venta, en especial los referidos a un Due Diligence financiero.

2. Acercamiento al proceso de compra-venta de un negocio

Un proceso de esta naturaleza, con carácter general, suele ser complejo y no exento de obstáculos en cada fase, tanto para el comprador como para el vendedor, que se habrán de superar para que la transacción llegue a buen fin.

Para ello es necesario una buena planificación, un buen asesoramiento en todas las disciplinas y sobradas dotes de negociación. Tanto comprador como vendedor deben ser conscientes de lo que conlleva un proceso de compra-venta de un negocio y estar preparados en las mejores condiciones antes de que comience el mismo, para abordarlo con ciertas garantías de que se llevará a cabo satisfactoriamente. De lo contrario, se puede incurrir en gastos innecesarios, se puede alargar indefinidamente el proceso y, en definitiva, se puede correr el riesgo de que la transacción se perjudique o malogre.

En cuanto a la duración (*timing*) de cada fase o del proceso en su conjunto, es difícil establecer cualquier referencia, pues depende de diversos factores como:

- el tamaño de la transacción y de la empresa objetivo y el volumen de la información que genera,
- la naturaleza del comprador y del vendedor, así como de su agilidad a la hora de tomar decisiones,
- la extensión de las negociaciones y la manera en que se haya establecido la operativa del proceso (exclusividad, oferta pública, subasta, data room, etc.).

Algunas transacciones se cierran en un mes, otras en varios meses e, incluso, algunas en más de un año. Para evitar esta incertidumbre, suele ser habitual que comprador y vendedor acuerden el *timing*, de manera que su incumplimiento conlleve la cancelación de la transacción y la liberación de cualquier compromiso u obligación contraídos anteriormente.

Vamos a exponer, en este momento, algunas reflexiones importantes para cualquier asesor en un proceso de compra-venta sobre la naturaleza del comprador (inversor) y la del vendedor a que nos hemos referido anteriormente.

Habitualmente nos encontramos con dos tipos de inversores: inversores corporativos (empresas o grupos de empresas) e inversores financieros (fondos de capital riesgo o private equities), cuyos objetivos no tienen por qué coincidir. En el siguiente cuadro comparativo mostramos los principales objetivos de ambos tipos de inversores:

INVERSOR CORPORATIVO	INVERSOR FINANCIERO
<ul style="list-style-type: none"> • Crecer vía adquisiciones. • Introducirse en un nuevo mercado. • Conseguir sinergias. • Ampliar cartera de clientes. • Ampliar gama de productos. • Ampliar la capacidad de producción. • Obtener nuevos canales de distribución. • Aumentar el valor de la empresa. • Eliminar competencia. • Estrategia de defensa. 	<ul style="list-style-type: none"> • Obtener una plusvalía en la desinversión. • Añadir valor a la inversión. • Reestructurar y lanzar el negocio con el fin de alcanzar los objetivos anteriores. • Desinvertir una vez alcanzados sus objetivos.
VISION ESTRATEGICA A LARGO PLAZO	VISION ESTRATEGICA A MEDIO PLAZO
<i>Normalmente invierten en compañías de su sector.</i>	<i>Invierten en compañías de sectores en auge y con capacidad de crecimiento.</i>

El inversor corporativo habitualmente invierte a largo plazo en empresas o negocios de su sector o complementarios al de su actividad, mientras que el inversor financiero invierte a medio plazo en sectores en auge o en empresas con capacidad de crecimiento, con el propósito de desinvertir, en ese plazo, y obtener una plusvalía significativa.

Por otra parte, comprador y vendedor tienen objetivos opuestos que en ocasiones obstaculizan la transacción. Como asesores de unos o de otros, debemos tener en cuenta que, en cada caso, defendemos sus intereses.

En el siguiente cuadro mostramos algunos de los puntos de vista opuestos a que nos hemos referido anteriormente:

COMPRADOR	VENDEDOR
<ul style="list-style-type: none">• Reducir al máximo el precio de compra.• Definición amplia de deuda neta.• Capital circulante superior.• Protección contra pasivos no detectados.• Pretende que el vendedor sea respaldo de la operación.• Quiere garantías amplias.	<ul style="list-style-type: none">• Incrementar al máximo el precio de venta.• Definición específica de deuda neta.• Capital circulante inferior.• Libre de pasivos no detectados.• Limitar garantías e indemnizaciones.• Garantías completas.
<i>Deseo de compra de activos</i>	<i>Deseo de venta de acciones</i>

Finalmente, otro aspecto importante a tener en cuenta por parte de los asesores es el hecho de que la mayor parte de las transacciones se financian, al menos en parte, con recursos ajenos y con independencia de la naturaleza del comprador, razón por la cual las entidades financieras, en su proceso de decisiones, solicitan del comprador que se realicen los Due Diligences. En estas ocasiones, si bien habitualmente no existe responsabilidad contractual por parte del asesor con dichas entidades, cualquier eventualidad repercute en la imagen del asesor y en la confianza de las instituciones financieras en el mismo.

En algunos casos, en el momento de negociar la financiación en las primeras fases del proceso, las entidades financieras quieren conocer quiénes van a ser los asesores, pudiendo vetar a alguno de ellos.

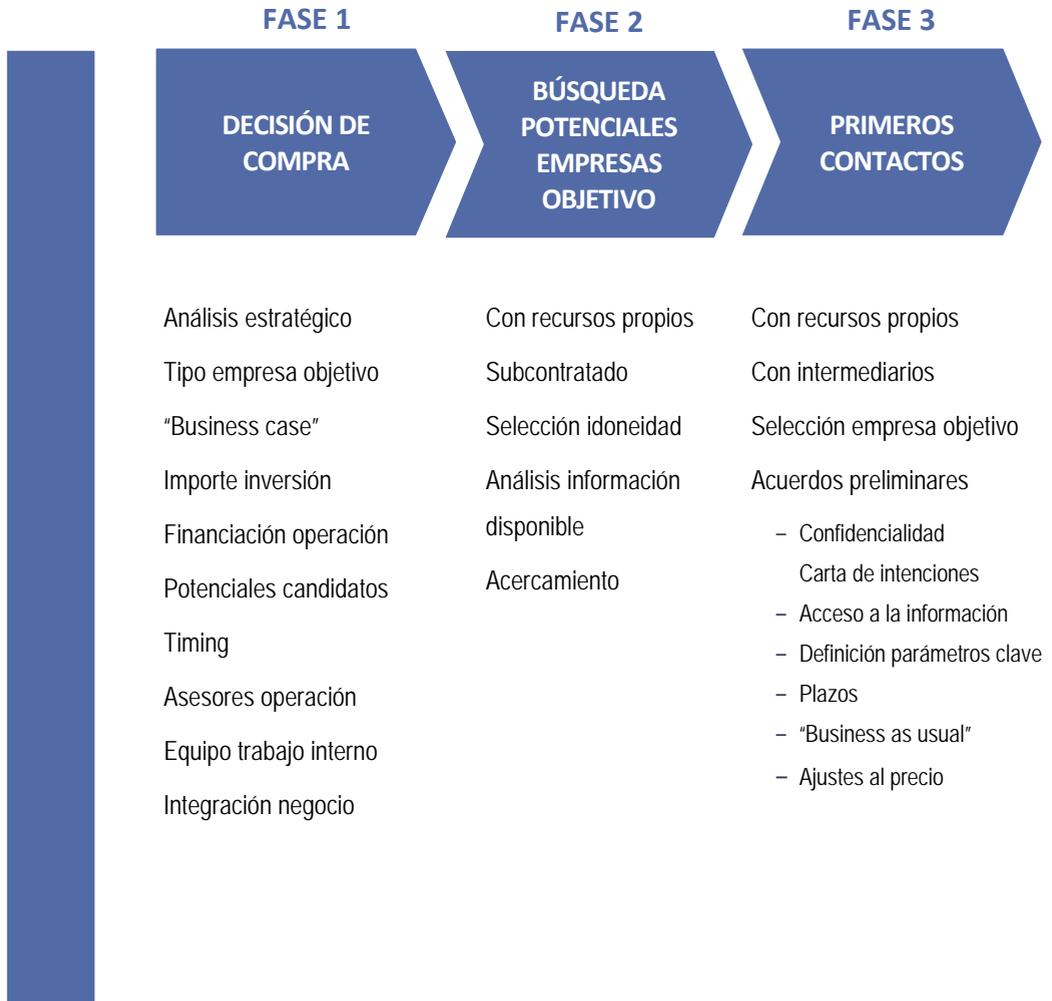
3. Fases de un proceso de compra-venta ("*Buy-side*")

En este capítulo vamos a tratar los distintos aspectos que se presentan en un proceso de compra-venta, enfocados principalmente desde la perspectiva del comprador ("*Buy-side*"). Más adelante, dedicaremos un capítulo para tratar los aspectos particulares de estas operaciones desde la perspectiva del vendedor y de su asesor.

En el cuadro que se presenta en la página siguiente, se ilustran las 7 fases en las que se puede estructurar este proceso de compra-venta:

1. Decisión de compra.
2. Búsqueda de potenciales empresas objetivo.
3. Primeros contactos con las empresas objetivo.
4. Procesos de Due Diligence de compra ("*Buy Side Due Diligence*").
5. Análisis de conclusiones de las Due Diligences.
6. Contrato de compra-venta.
7. Post transacción.







Tipos de Due Diligences	Presentación informe	Redacción contrato	Ajustes al precio
<ul style="list-style-type: none"> - Financiero - Fiscal - Legal - Laboral - Penal - Otros 	Análisis conclusiones	Cláusulas protección	Ejecución cláusula "Earn out"
Carta de encargo	Decisiones trascendentes	Definiciones ajustes	Evaluación asuntos fiscales y otras incertidumbres
Disclaimer	Negociaciones	"Post transacción"	Actualización Due Diligences
Capping	Oferta final	Firma contrato	Integración
Procedimientos	Garantías		Auditoría
Informes	Indemnizaciones		
Red flags	Cláusula "Earn out"		
Deal breakers	Acuerdos		
	<ul style="list-style-type: none"> - "Deal breakers" - Ajustes: precio, deuda,... - Garantías - CAPEX - Otros asuntos 		

3.1. FASE 1 - Decisión de compra

En general, en cualquier operación de inversión de importancia (la compra de una vivienda, de un vehículo, etc.), la decisión se toma en base a una serie de consideraciones previas. En la compra-venta de una empresa o de un negocio ocurre lo mismo.

En esta primera fase, previamente a tomar la decisión de "comprar", el inversor suele tratar, con o sin la ayuda de asesores, todos o algunos de los **aspectos o consideraciones** que enumeramos a continuación:

- *Análisis de su plan estratégico y encaje en el mismo de la transacción.*
- *Principales objetivos de la transacción.*
- *"Business case".*
- *Características de la empresa objetivo.*
- *Importe de la transacción.*
- *Financiación de la transacción.*
- *Identificación de empresas objetivo.*
- *"Timing" de cada fase.*
- *Equipo interno de trabajo disponible.*
- *Asesores externos necesarios para cada Fase.*
- *Plan de integración post transacción del negocio a adquirir.*
- *Otros aspectos.*

Desarrollamos a continuación algunos de los aspectos enumerados anteriormente que consideramos requieren de una breve explicación:

- **Análisis del Plan estratégico y de los objetivos de la transacción.**

En el cuadro de la página 5 se exponen algunos de los principales objetivos que se plantean previamente a la decisión de invertir, tanto por el inversor corporativo como por el inversor financiero. Todos esos objetivos, o cualquiera de ellos individualmente, a menudo forman parte de su plan estratégico como guía para alcanzar los objetivos de la empresa a medio-largo plazo. En otros casos, la decisión de invertir surge esporádicamente ante una oportunidad o por la mera necesidad puntual.

Si bien el precio o lo que está dispuesto a pagar el inversor, y a aceptar el vendedor, es un condicionante importante, en el caso de un inversor corporativo no debemos olvidarnos de sus objetivos, no es un inversor financiero que busca una rentabilidad a corto-medio plazo. Aunque el precio constituya una excelente oportunidad de compra, si la empresa objetivo no cumple con los objetivos que se han fijado, quizás la operación no interese.

Es por ello por lo que cualquier asesor que vaya a colaborar en cualquiera de las fases del proceso debe contar con un conocimiento previo de los objetivos de su cliente. De no ser así, corre el riesgo de no planificar y enfocar su trabajo adecuadamente.

- **"Business case".**

En una interpretación fácilmente comprensible, se puede considerar como un ejercicio teórico del impacto que tendría la integración del negocio de la empresa objetivo en el negocio del comprador, obviamente, en base a unos parámetros hipotéticos.

- **Características de la empresa objetivo.**

A efectos de no perder el tiempo y de no malgastar recursos, el comprador suele vislumbrar, respecto a la empresa objetivo de la operación de compra-venta, aspectos tales como:

- a) Volumen de ventas.
- b) Personal.
- c) EBITDA
- d) Apalancamiento financiero.
- e) Presencia geográfica.
- f) Importe estimado de la inversión.

En el caso de que la búsqueda de empresas objetivo (Fase 2) se confíe a terceros, estos aspectos deberán ser comunicados por el comprador a los encargados de dicha búsqueda. Haciendo un símil con la compra de un inmueble, sería la información que habría que comunicar a un agente inmobiliario en quien se confíe la búsqueda de alternativas, para que esté orientando en lo que realmente quiere el comprador.

- **Equipo interno de trabajo.**

A menudo los compradores de tamaño pequeño o mediano, incluso las grandes empresas, no cuentan con los recursos necesarios para dedicar a un proceso como el que contemplamos. Es por tanto esencial hacer una evaluación previa de los recursos necesarios y de los que dispone el comprador para, en la medida de lo posible, evaluar la necesidad de contratar asesores externos. Muchos compradores, ya en la primera fase, contactan y contratan a esos asesores.

El inversor, o nuestro cliente, a menudo no es consciente de lo que conlleva un proceso de compra-venta. Este hecho puede dar lugar a que no esté preparado para acometerlo, que se perjudique el precio de la transacción, que se produzcan interrupciones en el proceso y que, incluso, no se lleve a término la operación.

Por tanto, es esencial para el inversor, y también para sus asesores, una planificación detallada de todo el proceso, incluso con escenarios alternativos.

3.2. FASE 2 - Búsqueda de potenciales empresas objetivo.

Superada la Fase 1 y tomada la decisión de “comprar”, una vez aclarados todos los pormenores desarrollados en la sección anterior, en un orden lógico el siguiente paso será la búsqueda de potenciales vendedores o empresas objetivo (“*Targets*”).

Esta fase se suele abordar, bien con recursos propios o bien contratando para tal fin a terceros especializados en este tipo de operaciones (intermediarios, empresas o departamentos de “*Mergers & Acquisitions*” o de “*Corporate Finance*” y algunas entidades financieras).

- En los grandes grupos activos en inversiones y desinversiones, el acercamiento previo a los potenciales “*Targets*” se suele llevar a cabo con recursos propios del comprador para este tipo de operaciones.
- En el caso de compradores de menor tamaño, a menudo son los más altos ejecutivos e, incluso, los presidentes, quienes realizan esta función.
- En otros casos, es el vendedor quien se acerca al comprador. En este caso, existiendo interés por parte del comprador, se obvia esta fase, continuando con la siguiente.

En cualquier caso, suele ser recomendable confiar a terceros la búsqueda de potenciales “*Targets*” y los primeros contactos. La razón para ello suele ser por falta de recursos propios o por preservar la identificación del comprador hasta el último momento, de cara a no inquietar al mercado, a los competidores, al personal del comprador y al del vendedor y, también, en el caso de no llegar a buen fin la transacción, de no perjudicar las negociaciones y el precio en un proceso similar posterior con otro potencial vendedor.

Normalmente, las empresas especializadas dedicadas a la búsqueda de potenciales “*Targets*” y los contactos con los mismos suelen cobrar un honorario fijo más una comisión u honorario de éxito (“*success fee*”).

Dado que normalmente se trata de operaciones importantes, en el caso de que comprador o vendedor, o ambos, coticen en Bolsa, tienen la obligación de comunicar el inicio de la transacción a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y de cumplir con determinados requerimientos de esta última (entre otros, facilitar una lista de las personas conocedoras de la operación).

Una vez que el comprador dispone de una relación de potenciales “*Targets*” que han manifestado su interés en vender, pasamos a la fase de contactos y, en su caso, de acuerdos, objeto de la siguiente Fase 3, que desarrollamos a continuación.

3.3. FASE 3 - Primeros contactos con empresas objetivo

Tras identificar a las potenciales empresas objetivo que reúnen las características predeterminadas por el comprador, se inicia un periodo de contactos con las mismas, bien a través de recursos propios del comprador o bien con recursos ajenos (intermediarios). En ocasiones no es necesario este procedimiento como, por ejemplo, en el caso de que resulte de interés para el comprador acudir a una subasta, oferta pública, o en el caso de un acercamiento directo del vendedor al comprador, casuística que comentamos más adelante.

De los contactos que se vayan produciendo, alguno o varios pueden manifestar su interés en vender, iniciando con ellos un proceso de negociación de las condiciones básicas en las que se podría llevar a cabo la transacción, sin acuerdos previos hasta no haber conocido las condiciones básicas manifestadas por el resto, para, finalmente, seleccionar aquel con el que se van a iniciar los acuerdos preliminares para proseguir con la transacción.

Suele ser habitual iniciar el proceso con un único potencial vendedor y no con varios a la vez, debido, entre otras razones, a que tanto al comprador como al vendedor les interesa suscribir un acuerdo de “exclusividad” por un tiempo determinado.

Exclusividad de la transacción.

Es posible que el comprador y el vendedor acuerden un periodo de exclusividad, durante el cual el vendedor no podrá negociar con terceros la misma transacción. Este acuerdo figurará habitualmente en la "Carta de Intenciones".

En caso contrario, es decir de no existir exclusividad, es posible que el comprador tenga que presentar su oferta en competencia con otros potenciales inversores.

En el inicio de estas negociaciones con el "Target" seleccionado ya suele participar el ejecutivo del comprador, revelando su identidad, con la capacidad necesaria para suscribir acuerdos que permitan continuar el proceso.

Como resultado de las negociaciones, se llega a determinados acuerdos básicos y fundamentales sobre la transacción, que dan lugar a su formalización en un documento denominado "Carta de Intenciones" (en inglés "*Letter of Intent*" o "*Memorandum of Understanding (MOU)*"), que describimos a continuación:

Carta de Intenciones

La Carta de Intenciones es un documento normalmente corto, de unas pocas páginas, en el que se describe un acuerdo entre las partes en el que, además de lo comentado en párrafos posteriores, se indica la intención de comprador y vendedor de emprender un proceso encaminado a la compra-venta del negocio objetivo.

No es, por tanto, un contrato de compra-venta, pero, sin embargo, a menudo y en función de lo que se acuerde en el mismo, puede tener el poder vinculante de un contrato. Es por ello por lo que resulta muy conveniente que en la redacción de este documento participe un abogado mercantilista y, a ser posible, experto en la materia. También es aconsejable que participe un experto financiero por la naturaleza del documento y por precisar de definiciones de tal índole en el documento.

El contenido del documento es libre, pero debe incluir con claridad los principales aspectos que hayan resultado de la negociación, así como otros que contribuyan a prevenir discrepancias, malentendidos o aspectos no cubiertos que resulten de fases posteriores y que podrían dar lugar no solo a negociaciones ulteriores, sino, también, a una ruptura del proceso. Esta es otra de las razones por las que al principio de este documento se recomendaba el asesoramiento y la presencia de determinados asesores, particularmente de los que van a intervenir en los Due Diligences, en todas las fases del proceso.

A continuación, se relaciona, aunque no de forma exhaustiva, los aspectos fundamentales del contenido de una Carta de Intenciones:

CARTA DE INTENCIONES

- Identificación de comprador y vendedor.
- Naturaleza de la transacción.
- Descripción de la empresa objetivo.
- Periodo de validez de la Carta de Intenciones.
- Intención de comprador y vendedor de iniciar un proceso (describir) con el objetivo de suscribir un contrato de compra-venta del "Target".
- Precio orientativo, sujeto a ajustes, y método o fórmula en base a la cual se ha calculado el precio (múltiplo del EBITDA, descuento de flujos de caja, nivel determinado de ingresos, etc.). De manera que, si los valores que resulten de los Due Diligences correspondientes a los parámetros de la fórmula fuesen diferentes, se pueda establecer un mecanismo de ajuste al precio o, incluso, si las diferencias resultasen significativas, poder desistir de la "Transacción".
- Definición de los parámetros que puedan dar lugar a un ajuste al precio:
 - EBITDA
 - DEUDA NETA
 - CAPITAL CIRCULANTE (Nivel de stock, de tesorería, etc.)
 - CAPEX ("*Capital Expenditure*" o inversiones en bienes de capital).
 - Otros

- Acuerdo de permitir al comprador acceso a la información, Due Diligences, visitas a las instalaciones del "Target" y a cualquier otra información que requiera el comprador y que surja en el proceso.
- Formas de acceso a la información y a las personas, especificando si se llevará a cabo mediante:
 - "Full Access" a instalaciones del vendedor.
 - "Data Room" físico o virtual.
 - "Non Access".
 - Información comercial restringida
 - Otros.

Se describen a continuación algunas de las características principales de estas formas de acceso a la información.

- Comunicaciones y acceso a los directivos y a los empleados del "Target", así como a sus asesores, auditores, etc.
- Acuerdos de confidencialidad.
- Plazos.
- "Business as usual":

Supone que el vendedor, durante el tiempo que dure el proceso, se circunscribirá estrictamente a realizar las actividades propias y habituales del negocio (no venderá activos, no cambiará las condiciones laborales, no modificará las condiciones comerciales, no emprenderá otros negocios como compra de otras empresas, apertura de nuevas fábricas, etc.), salvo acuerdo puntual con el comprador.
- Determinación de las fechas en que podrán comenzar los Due Diligences, infraestructura, interlocutores, etc.
- Tratamiento de las contingencias fiscales y de otra índole que pudieran resultar.
- Garantías.

Formas de acceso a la información

- **“Full Access”.**

Acceso total a la información, a la empresa y a su personal sin restricción alguna.

- **“Data Room”.**

Puede ser físico o virtual.

Una traducción literal del término sería “Sala de Datos” y en la práctica no es otra cosa.

El vendedor pone a disposición de uno o varios potenciales compradores en una sala (hotel, sus oficinas, despacho de abogados,...) la información que considera necesaria (Data Room Físico) para que la analicen y pasen sus ofertas los potenciales compradores.

Algunas de las particularidades de un Data Room son las siguientes:

- En la transacción concurren varios potenciales compradores.
- Cuando se da la circunstancia del párrafo anterior, el vendedor no puede distraer a su personal permitiendo un “Full Access” a cada potencial comprador y a sus asesores.
- El vendedor establece el calendario y el horario de acceso para cada comprador.
- No se permiten, salvo por escrito, preguntas o aclaraciones.
- Habitualmente no se permite hacer fotocopias.
- El comprador tiene que facilitar, con antelación, al vendedor una lista de las personas que van a visitar el “Data Room”.
- En función de la información adicional que soliciten los potenciales compradores, el vendedor, discrecionalmente, puede extender la fecha de cierre del “Data

Room" o reabrirlo en una fecha posterior, incluyendo la información que considere conveniente.

- Tras el cierre del "Data Room", en una fecha acordada, los potenciales compradores habrán de presentar sus ofertas, vinculantes (habitualmente) o no.
 - En el caso de un "Data Room" virtual, la información no se facilita en una "sala de datos" sino que se "cuelga en una web".
- **Non Access.**

En este caso, el vendedor no facilita información. El comprador y sus asesores se tendrán que servir de la información pública existente (Registro Mercantil, Mercado de Valores, Internet, publicaciones, etc.). Este caso suele ser habitual cuando el vendedor es una empresa pública, cotizada en Bolsa, etc., y normalmente se trata de subastas públicas.

- **Información confidencial restringida.**

En algunos casos, previamente a recibir las ofertas de los potenciales compradores y hasta no haber llegado a un acuerdo con el finalista, el vendedor restringe el suministro de cierta información para protegerse de la competencia (información relacionada con clientes y ventas, costes, personal, contratos, etc.).

Situaciones de acercamiento directo del vendedor

Nos referimos a continuación, muy brevemente, a aquellas ocasiones en las que el acercamiento inicial se produce por parte de un vendedor y la operación puede resultar interesante para el comprador. En este caso, continúa siendo válido todo lo comentado anteriormente para esta fase y, únicamente, el comprador se ahorraría todo lo que se refiere a búsqueda de vendedores, selección y contacto con los mismos.

Dentro de la casuística posible, en ocasiones ocurre que una empresa haga pública su intención de ponerse a la venta y que invite a varios potenciales compradores interesados a presentar su oferta. En este caso estamos en un escenario más complejo y en el que, en función del interés del comprador, este va a tener que asumir algún riesgo mayor, dado que el vendedor va a proporcionar a todos los potenciales compradores un volumen de información menor.

Así, por ejemplo, los Due Diligences se van a tener que llevar a cabo sobre la información que se facilite en un "Data Room", a menudo no se permite el acceso a las instalaciones del vendedor y los interlocutores suelen ser terceros, salvo en ocasiones muy puntuales en las que se permite mantener contacto con los ejecutivos del "Target" ("*management presentations*", reuniones para hacer preguntas,...).

Por otra parte, bajo esas circunstancias, se suelen solicitar "Ofertas vinculantes". Si bien una vez aceptada una propuesta (insistimos en "aceptada"), el vendedor permite al comprador solicitar la información necesaria de la que no haya dispuesto previamente, pero con escasas posibilidades de ajustar el precio o de salirse de la transacción.



3.4. FASE 4 - Procesos de Due Diligence

Superada la fase de contactos y, particularmente, una vez firmada la Carta de Intenciones y concretado y acordado el acceso a la información, el comprador contrata, si no lo ha hecho con anterioridad, a los asesores externos especializados en los Due Diligences que se van a llevar a cabo.

Con carácter general y para cualquier tipo de Target, los Due Diligences fundamentales recomendables para una operación de compra-venta de una empresa o negocio son los siguientes:

DUE DILIGENCES FUNDAMENTALES				
1. Financiero.	2. Fiscal.	3. Legal.	4. Laboral.	5. Penal.

Existen otros tipos de Due Diligences que también pueden realizarse dentro de una operación de compra-venta, como, por ejemplo:

OTROS DUE DILIGENCE	- De IT (Information Technology).	- Técnico.	- De mercado.
	- Medioambiental.	- De pensiones.	- De operaciones

La contratación de estos "Due Diligences" adicionales dependerá de aspectos como: el tamaño del "Target", sus actividades, si tiene o no un plan de pensiones para todo el personal o solo para sus ejecutivos, si utiliza en su producción alta tecnología, la antigüedad de sus instalaciones, etc. Por ejemplo:

- En los casos en los que el "Target" trate en su producción con materiales contaminantes, y que genere residuos de esa naturaleza, sería muy recomendable un Due Diligence medioambiental.

- Lo mismo ocurriría en relación con el Due Diligence de IT en el caso de que el *"Target"* utilice procesos complejos para el tratamiento de la información.
- No sería el caso, obviamente, para *"Targets"* que no tienen planes de pensiones o para aquellos que no necesitan de grandes instalaciones o no necesitan acometer grandes inversiones.
- Suele ser de interés para el comprador llevar a cabo un Due Diligence o estudio de mercado, particularmente, cuando el comprador no conoce el sector en que opera el *"Target"* o si se trata de un inversor financiero.

La principal utilidad de los Due Diligence, al margen de recabar información para el comprador sobre cada una de las áreas del *"Target"*, es identificar aspectos importantes o determinantes para la transacción, más allá de una mera descripción de los entornos. Es por ello por lo que el comprador, junto con el experto asesor que lidere la transacción, deben coordinar, en tiempo y alcance de trabajo, a todos los asesores encargados de los diversos Due Diligences que se hayan encargado.

Los responsables individuales de cada Due Diligence deben tener muy claro cuál es el objetivo de su trabajo, UNA TRANSACCIÓN, y el impacto de los resultados de su trabajo en la misma, de manera que sus informes resulten de utilidad y adecuadamente orientados.

En la medida en que los distintos Due Diligences se encarguen a diversos y distintos asesores, se requiere de un gran esfuerzo de coordinación y de innumerables reuniones, no solo de coordinación, sino también de seguimiento del trabajo en curso, para que los otros asesores vayan conociendo los resultados de todos los participantes y poder analizar los impactos en cada una de sus disciplinas y para poder ir tomando, en tiempo real, las decisiones pertinentes.

Aunque el asesor principal no sea experto en cada uno de los Due Diligences comentados anteriormente, debe ser capaz de entender los informes de otros expertos y evaluar las consecuencias para la transacción.

Comentamos a continuación diferentes aspectos relacionados con aquellos tipos de Due Diligences que se consideran más significativos para la transacción, centrándonos en profundidad en el Due Diligence Financiero y, en menor medida, en otros como los Due Diligence Fiscal, Legal, Laboral y Penal.

3.4.1. *Due Diligence Financiero*

a) **Carta de encargo o contrato.**

La Carta de encargo (o "*Engagement letter*", concepto similar al utilizado en auditoría) es el contrato entre el cliente y su asesor encargado del Due Diligence.

No nos vamos a referir a las cláusulas generales de cualquier contrato mercantil, sino a aquellas específicas que consideramos de interés y que diferencian a este tipo de contrato de otros.

o ***Servicios acordados.***

Describe los servicios acordados con el cliente, en este caso financieros, orientados a una Transacción.

Para no hacer farragosa esta carta de encargo, se aconseja describir en un Anexo los procedimientos que se van a llevar a cabo. Más adelante, en este documento, ofrecemos una orientación sobre dichos procedimientos.

Es muy importante establecer en este apartado con claridad un "*Disclaimer*" (o descargo de responsabilidades) sobre la razonabilidad, exactitud e integridad de la información que vamos a analizar y que nos va a facilitar el "*Target*", aspectos que no son el objetivo de un Due Diligence, sino el de una auditoría y, por tanto, deberemos dejar muy claro que no emitiremos opinión alguna sobre la información financiera en que vamos a basar nuestro trabajo y nuestros análisis.

○ ***Informe (s).***

No existe un prototipo de informe de Due Diligence establecido, cada asesor suele utilizar una estructura propia. Es, por tanto, conveniente que el cliente conozca de antemano la estructura de nuestro informe y, esquemáticamente, su contenido.

Más adelante, ofrecemos una estructura orientativa de informe de Due Diligence financiero, en base a las últimas tendencias y al alto grado de satisfacción que muestran los clientes con la misma.

A menudo, conforme avanza nuestro trabajo y a efectos de mantener informado a nuestro cliente y al resto de asesores, se suelen emitir informes de situación (o "*Red flags reports*"), no muy extensos (dos o tres páginas), en los que de una manera concisa se describen los aspectos más significativos que han resultado de nuestro trabajo hasta la fecha. En estos casos, hay que indicar con claridad en la Carta de encargo que los aspectos tratados en estos informes de situación no son definitivos y que pueden verse modificados en nuestro informe final definitivo.

○ ***Uso de nuestro(s) informe (s).***

En ocasiones se puede limitar o extender la distribución de nuestro(s) informe(s). Nuestro informe(s) va destinado exclusivamente a nuestro cliente que es con quien hemos acordado nuestras responsabilidades.

En el supuesto de que hubiese varios destinatarios, es necesario establecer de antemano nuestras responsabilidades con cada uno de los mismos (a menudo nuestros informes se distribuyen a instituciones financieras, coinversores, otros asesores, etc.).

○ **Responsabilidades.**

Prácticamente en todas las Cartas de encargo relativas a Due Diligence se limitan de mutuo acuerdo las responsabilidades del asesor.

Así como la responsabilidad del auditor está contemplada en la normativa al respecto, éste no es el caso para los asesores de Due Diligences.

Dado que las Transacciones en las que participa el asesor de Due Diligence a veces son de importes muy significativos (cientos o miles de millones de Euros), es indispensable establecer un techo de responsabilidad económica ("*Capping*").

- No existe ninguna fórmula para establecerlo, su importe depende del riesgo que quiera asumir el asesor y del que esté dispuesto a aceptar el cliente.
- Como norma general, a mayor "*Capping*", mayores honorarios.
- También, a menudo, el "*Capping*" se establece como un múltiplo de los honorarios.

○ **Confidencialidad.**

Esta cláusula, muchas veces impuesta por el "*Target*", se refiere a la confidencialidad de la información facilitada por el mismo y en general, a todo lo relativo a la transacción.

Esta cláusula se hace más evidente cuando una o las dos partes de la transacción son sociedades cotizadas en Bolsa.

○ **Honorarios.**

Como particularidad, señalar que en ocasiones el cliente solicita establecer unos honorarios que incluyan una parte variable en función de que se realice o no la Transacción ("*Success fee*").

Esta fórmula no es aconsejable, pues, de ser aceptada, pone en tela de juicio la independencia y objetividad del asesor y de su informe.

○ **Anexo: Procedimientos.**

Es recomendable incluir en la Carta de encargo un Anexo en el que se describan los procedimientos que se van a llevar a cabo como parte del Due Diligence, a efectos de que sean conocidos y aceptados por el cliente.

Se incluye a continuación un detalle de los procedimientos que habitualmente se llevan a cabo en este tipo de trabajos, aunque en cada caso deberán adaptarse a las circunstancias particulares de cada cliente, siempre teniendo en cuenta el objetivo final del trabajo.

b) Procedimientos.

Todos los procedimientos que se llevan a cabo en un Due Diligence están enfocados a identificar asuntos significativos que van a impactar en la Transacción. En el apartado siguiente de "*Informe de Due Diligence Financiero*", ilustramos orientativamente sobre la naturaleza y los posibles impactos de estos asuntos.

Con carácter general, y sin pretender ser exhaustivo, a continuación se relacionan los procedimientos que habitualmente se llevan a cabo en este tipo de trabajos (su extensión y particularidades dependen del tamaño del "*Target*", de su complejidad, líneas de negocio, etc., y de lo que se acuerde con el cliente):

- Lectura y análisis de los estados financieros, al menos, de los dos últimos ejercicios.

- Revisión de los informes de los auditores, al menos, de los dos últimos ejercicios.

- Reuniones con la dirección del "Target" para tratar temas como:
 - Políticas contables.
 - Historial de nuevos clientes y de clientes perdidos. Expectativas a futuro.
 - Estacionalidad de las ventas y de los beneficios.
 - Acontecimientos significativos ocurridos en el pasado y actualmente con impacto en los estados financieros y en el negocio.
 - Esquema de remuneración de la dirección, bonus, compensaciones, planes de pensiones y cualquier otro acuerdo excepcional (blindajes, acuerdos de indemnizaciones, etc.).
 - Estructura del accionariado.
 - Años abiertos a inspección.
 - Pleitos pendientes de resolución.
 - Garantías prestadas.
 - Dependencia del negocio de alguno de los directivos.
 - Red de distribución.
 - Contingencias de cualquier naturaleza.
 - Calidad de los registros contables.
 - Planes de reestructuración.
 - Personal clave.
 - Previsión de inversiones a corto/medio plazo y compromisos adquiridos.
 - Avals y otras garantías presentadas.
 - Compliance.
 - Otros.

- Análisis de los distintos epígrafes de las cuentas de pérdidas y ganancias (al menos, de los dos últimos años):
 - Análisis de los ingresos y beneficio bruto, por segmento de negocio, por cliente, por región, por producto, etc. (por lo que sea aplicable).
 - Análisis de ingresos atípicos, excepcionales ("One off").
 - Análisis por categorías de los gastos operativos.
 - Análisis del presupuesto vs. real. Historial de cumplimiento presupuestario.

<ul style="list-style-type: none">- Análisis de "Otros ingresos/gastos".
<ul style="list-style-type: none">• Análisis del EBITDA (al menos, dos últimos años) y obtención de un "EBITDA NORMALIZADO" ("QUALITY OF EARNINGS"):<ul style="list-style-type: none">- Ingresos y gastos no recurrentes.- Ingresos y gastos no necesarios para el negocio.- Ingresos/Gastos de los accionistas y/o familiares.- Transacciones con partes relacionadas.- Infra/sobredotaciones de provisiones.- Efecto cambios en políticas contables.- Otros.
<ul style="list-style-type: none">• Análisis de los distintos epígrafes de los balances históricos (al menos, de los dos últimos años), particularmente:<ul style="list-style-type: none">- Cuentas a cobrar (suficiencia provisión para morosos).- Cuentas a pagar y devengo de gastos (nóminas, pagas extra, vacaciones).- "Working Capital": exceso/defecto.- Partidas fuera de balance.- Antigüedad de los activos. Política de amortizaciones.- CAPEX. Histórico inversiones/repares.- Tesorería. Restricciones a la disponibilidad, exceso/defecto.- Análisis de la "Deuda financiera Neta".- Situación económico-financiera. Liquidez- Líneas de crédito disponibles/dispuestas
<ul style="list-style-type: none">• Reservas:<ul style="list-style-type: none">- Restricciones a su reparto.- Pérdidas compensables fiscalmente.- Subvenciones, naturaleza y condiciones.

Todos los análisis y procedimientos descritos anteriormente deben estar enfocados a la identificación de aspectos relevantes para la TRANSACCIÓN y para la protección de nuestro cliente. Evidentemente, la identificación de esos aspectos relevantes depende de una manera determinante de la habilidad y de la experiencia de los analistas

encargados. Es por ello por lo que un equipo de trabajo sin experiencia corre el riesgo de no detectar asuntos esenciales con impacto en la transacción.

Los procedimientos y los análisis descritos anteriormente se llevan a cabo sobre la información proporcionada por el "Target", que, en parte, puede ser extracontable y, en todo caso, NO AUDITADA y referida a cierres contables que, en ocasiones, no son coincidentes con los cierres anuales auditados. Solamente volver a subrayar que un Due Diligence no es una auditoría.

En un orden práctico, los asesores encargados de un Due Diligence financiero solicitan del Target, previamente a comenzar su trabajo, la preparación de la información y de los detalles que prevén que van a necesitar, con independencia de que en el curso de su trabajo soliciten información adicional.

El Target puede poner a disposición de los encargados del Due Diligence la información solicitada, bien en sus propias oficinas o bien "colgada" en una página web.

Últimamente viene siendo habitual trabajar fundamentalmente en las oficinas del asesor, revisando la información facilitada por el Target, por ejemplo, a través de una página web, sin necesidad de ejecutar el grueso del trabajo en las oficinas de este último, salvo visitas puntuales para la aclaración de los asuntos que lo requieran.

c) Informe de Due Diligence financiero.

Como se ha comentado anteriormente, la estructura y la presentación de este informe es libre y depende de las que quiera darle cada asesor encargado del Due Diligence Financiero. A los meros efectos de orientar sobre una estructura típica, efectiva y eficiente para cualquier lector del informe, a continuación, se señalan algunas pautas:

1.- Introducción y alcance de trabajo, que comprende:

- Limitación de responsabilidades respecto a la información facilitada por el "Target".
- Expresión, con claridad, de que no emitimos opinión alguna sobre la información contenida en el informe ("*Disclaimer*").
- Uso de nuestro informe: destinatario (s) del informe y restricción a su distribución a terceros.
- Confidencialidad.

2. Asuntos significativos:

Esta sección del informe es la fundamental y en ella se describen los asuntos significativos identificados y su impacto en los distintos componentes de la transacción.

Teniendo en cuenta que el informe, con toda probabilidad, va a ser leído y, en su caso, analizado por ejecutivos de nuestro cliente, por su Consejo de Administración, por analistas o expertos financieros, por abogados, por fiscalistas, por instituciones financieras y por otros terceros, su contenido debe ser escueto y directo, sin adornos y sencillo. Debe ser autoexplicativo.

Cada asunto significativo no debe ocupar más de una o dos páginas y debe incluir un encabezamiento, a modo de titular de prensa, que por si mismo defina el asunto que se va a tratar. A continuación, se describe brevemente el asunto y su cuantificación, en la medida de lo posible, acompañado por una o varias tablas y gráficos con cualquier desglose que se requiera.

Al comienzo de esta sección suele resultar muy didáctico mostrar una tabla a varias columnas con una breve descripción de los asuntos significativos identificados y su impacto en la Transacción. A modo orientativo presentamos la siguiente:

Descripción del asunto (ejemplos)	Impacto potencial			
	En el precio	En el modelo o proyecciones	En el contrato compra- venta	En la solicitud de garantías
Se han practicado ajustes al EBITDA por 100 M €	✓	✓		
Se han detectado errores contables significativos	✓	✓		
Se han estimado contingencias fiscales probables por importe significativo	✓	✓	✓	✓
Observamos la pérdida de un cliente significativo	✓	✓		
Se estima un importe de 300.000 € de incobrables no provisionados	✓	✓		
Se aconseja una clausula "earn out"	✓	✓	✓	

Como resultado del trabajo realizado podemos clasificar los asuntos significativos en las siguientes categorías:

- **"Deal breakers"** o interruptores o canceladores de la Transacción.

Son aquellos asuntos significativos identificados en el Due Diligence que pueden originar la cancelación de la Transacción, como, por ejemplo:

- EBITDA ajustado resultante por debajo del mínimo acordado en la Carta de Intenciones.
- Contingencias fiscales inasumibles o sin garantías.
- Pleitos significativos pendientes de resolución con impacto financiero significativo, reputacional o que afecta a las marcas.
- Pérdida de uno o varios clientes significativos.

- *“Deal issues”*

Son asuntos significativos que impactan en el precio, en las proyecciones, etc., pero que en sí mismos no son *“Deal breakers”*.

- *“Otros asuntos”*

Son asuntos importantes que requieren del conocimiento del cliente, como, por ejemplo:

- Concentración de ventas en unos pocos clientes.
- Dependencia del negocio de uno o varios ejecutivos.
- Red de distribución. Pérdida de distribuidores.
- Tendencia de los ingresos y de los gastos.
- Aavales y garantías prestados.
- Dependencia de una parte significativa del negocio de un contrato.

3.- *Información financiera:*

En esta sección, lo más escueta posible, se incluyen desgloses de las diversas partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias y alguna explicación donde se requiera. Está destinada, fundamentalmente, a expertos financieros.

No se requiere, ni es aconsejable, describir los procedimientos que hemos llevado a cabo para analizar esta información financiera, ya que estos ya figuran en la “Carta de encargo”.

4.- *Anexos:*

Incluyen la información y desglose que el experto considere necesaria para una mejor comprensión del informe.

3.4.2. Due Diligence Fiscal

En pocas ocasiones un proceso de compra-venta de una empresa o negocio no incluye la realización de un Due Diligence Fiscal. Esto se debe al hecho de que cualquier contingencia fiscal correspondiente a ejercicios abiertos a inspección que se materialice con posterioridad a la firma del contrato de compraventa correrá por cuenta del comprador, salvo que en el mismo se hayan establecido garantías reales suficientes (*"escrow fund"* o fondo de garantía, aval, aplazamiento del pago de parte del precio, etc.).

Por tanto, el Due Diligence Fiscal debe estar enfocado, con carácter general, al conocimiento del comportamiento fiscal del Target en los ejercicios abiertos a inspección y, más concretamente, a la cuantificación (sanción e intereses incluidos), en la medida de lo posible, de las contingencias fiscales.

También es de suma importancia clasificar esas contingencias en:

- Remotas
- Posibles
- Probables

En función del importe y de la clasificación que se asigne a esas contingencias, será determinante el importe de la garantía que se solicite. Como pauta general se solicitan garantías para el 100% de las contingencias consideradas como "Probables", un cierto porcentaje o el 100% para las "Posibles" y otro cierto porcentaje o ninguno para las "Remotas".

En ocasiones no es posible cuantificar una o varias contingencias. En tal caso, es el comprador, junto con sus asesores, quienes tienen que evaluar, de alguna manera, el riesgo que quieren asumir y decidir si siguen adelante, con garantías o no, con la transacción (típico *"Deal breaker"*).

Como quiera que las garantías se establecen por importes concretos, pues el vendedor no va a estar dispuesto a aceptar garantías indeterminadas, es esencial, como se ha comentado anteriormente, que todas las contingencias, en la medida de lo posible, estén cuantificadas.

Sin entrar en la metodología del Due Diligence Fiscal, podemos señalar que la revisión debe cubrir todos los ejercicios abiertos a inspección y para todos los impuestos o, al menos, para los más importantes. También suele ser necesaria una reunión con los asesores fiscales del Target y pedir las últimas actas de inspección.

3.4.3. Due Diligence Legal

Además de comprobar, con carácter general, que el Target cumple con la legalidad vigente que le sea de aplicación, resulta necesario revisar todos los contratos, licencias, inscripción de marcas, patentes, visitas a los Registros y cualquier otro acuerdo.

No es de menor importancia conocer los pleitos en curso del Target, reunirse con sus abogados, conocer su opinión sobre el sentido de su resolución y cuantificar, en el peor escenario, las consecuencias para el Target y, por ende, para el comprador.

De nuevo, como en el caso del Due Diligence Fiscal, el objetivo de este Due Diligence es pedir las garantías necesarias para cubrir posibles responsabilidades, en su caso, e, incluso, romper la operación.

3.4.4. Due Diligence Laboral

Además de recabar y revisar información del área laboral (contratos de alta dirección, blindajes, otros tipos de contratos, fijos, eventuales, a tiempo parcial, subvenciones recibidas, aspectos de higiene y seguridad en el trabajo, libro de visitas, inspecciones, etc.), el objetivo principal de este Due Diligence es identificar y cuantificar, en la medida de lo posible, incumplimientos de la legalidad en materia laboral y otros aspectos contingentes para pedir

al Target su resolución antes de firmar el contrato de compra-venta o establecer las garantías pertinentes.

3.4.5. *Due Diligence Penal*

Este tipo de Due Diligence es poco conocido con esta denominación, probablemente porque se considera como parte del Due Diligence Legal, si bien es cierto que en ocasiones o no se contempla como parte del mismo o resulta una materia ciertamente olvidada.

En el artículo 130.2 del Código Penal se establece que: *“La transformación, fusión, absorción o escisión de una persona jurídica no extingue su responsabilidad penal, que se trasladará a la entidad o entidades en que se transforme, quede fusionada o absorbida y se extenderá a la entidad o entidades que resulten de la escisión”*.

Ciertamente, en los casos en que una transacción vaya a terminar finalmente en cualquiera de las figuras mencionadas anteriormente, el tema de la responsabilidad penal heredada es importante.

Dada la naturaleza de los hechos o incidencias que pueden afectar a la responsabilidad penal no resulta nada fácil detectarlos, ni con un Due Diligence ni siquiera con una investigación “Ad hoc”, salvo que el vendedor o el “Target” voluntariamente lo revelen.

En este sentido, es necesario identificar mecanismos de “corta fuegos” para delimitar o eximir de responsabilidad a la empresa sucesora por aspectos de esta o de otra naturaleza, desconocidos por el comprador y no revelados ni en el proceso de compra-venta ni en los Due Diligences.

3.5. FASE 5 - Análisis de conclusiones de los Due Diligences

Una vez finalizados los Due Diligences y preparados los borradores de los informes, el siguiente paso es la presentación de los mismos al cliente.

Ya se ha comentado anteriormente que lo aconsejable es haber mantenido al cliente informado durante todo el proceso de los asuntos significativos que vayan surgiendo a lo largo del trabajo, mediante "informes de situación" ("*status reports*" o "*Red flags reports*") o, incluso, verbalmente. Por consiguiente, al cliente no debieran de sorprenderle ninguno de los asuntos significativos tratados en los borradores de los informes, donde aparecerán, por orden de importancia, adecuadamente explicados dichos asuntos con los cuadros, gráficos, con cifras comparativas (no olvidemos que lo recomendable es revisar los dos últimos años), etc., que se considere conveniente para soportar e ilustrar cada uno de ellos.

Los informes se presentan al cliente o al equipo a quien designe el mismo para su recepción, análisis y discusión. No suele ser habitual que el cliente solicite su discusión previa con el "Target", ya que esto podría cercenar las estrategias de negociación del cliente con el vendedor.

No obstante, esto no impide que los autores de los Due Diligences puedan aclarar algún asunto con el "Target", pero en ningún caso este último debiera tener acceso a los borradores completos de los informes de Due Diligence, ya que, a menudo, éstos incluyen recomendaciones para el comprador de cara a sus negociaciones y a proteger sus intereses.

Habitualmente el equipo del cliente al que se le presenta el informe suele ser un equipo multidisciplinar, en el caso de empresas o grupos de empresas, o analistas y encargados del proyecto, en el caso de Sociedades de Capital Riesgo ("*Venture Capital*" o "*Private equities*").

¿A quiénes se
presentan los
informes?

Según la naturaleza de los Due Diligences (financiero, legal, fiscal...), los equipos multidisciplinares suelen estar compuestos por especialistas en la materia (directores financieros, abogados, fiscalistas, expertos en Medio Ambiente, etc.), que pueden ser internos, de la propia organización del cliente, o externos. En los casos en que el cliente sea un inversor financiero ocurre lo mismo.

Es frecuente también que los más altos ejecutivos estén presentes en la presentación de los informes (Presidente, Director General...).

Por parte de los autores de los Due Diligences también es recomendable que asistan, si no es el equipo completo, sus principales responsables conocedores de los informes, de su soporte y de las consecuencias que para la Transacción tienen los asuntos tratados en los mismos.

De la revisión y análisis conjunto de los informes, cliente-asesor, es posible que surjan asuntos que requieran de aclaraciones, mayor profundización en los mismos o, incluso, de una extensión del trabajo realizado, que hagan necesario completar el trabajo realizado y volver a visitar al "Target". Razón por la cual el borrador ha de considerarse como una herramienta de trabajo y no como un informe definitivo. También es posible que, con posterioridad a la presentación del informe, tras una lectura sosegada por parte del cliente surjan preguntas y aclaraciones adicionales. Esto es normal y no debe preocuparnos.

Por otra parte, suelen añadir mucho valor a nuestros informes las recomendaciones que podamos incorporar para resolver o paliar los asuntos significativos que figuren en los mismos.

No debemos perder de vista que estamos ayudando al cliente a realizar la Transacción en las mejores condiciones y con los mínimos riesgos. Debemos estar preparados para contestar a la pregunta habitual de algunos clientes de....

“Bien, hemos visto todos los problemas y asuntos significativos que habéis detectado y ahora ¿Qué hacemos? Nosotros queremos realizar la Transacción...”

Debido a estas circunstancias y a otras similares, a veces el asesor tiene que realizar una labor “pedagógica” como experto en Transacciones que, en opinión del cliente, también está incluida en los honorarios que pagan. Muchas veces esta labor es, incluso, más importante y de mucho más valor para el cliente que los mismos informes.

Asimismo, no es de extrañar que bien los borradores o bien los informes definitivos (con nuestra autorización, si no está contemplado en la “Carta de encargo”), se distribuyan a las entidades financiadoras de la “Transacción”. En tal caso, es posible que nuestro cliente nos pida una reunión con esas entidades, a efectos de explicarles nuestros informes. En alguna ocasión, el cliente, conocedor de esos destinatarios, ejerce algún tipo de presión sobre los autores de los Due Diligences para que eliminen de sus informes “asuntos incómodos” que no debieran conocer esos destinatarios, lo cual no es admisible de ningún modo.

En la presentación de los borradores de los informes de Due Diligences se van a tratar o tomar decisiones sobre los asuntos significativos incluidos en dichos informes, que, de acuerdo con lo indicado en la sección anterior, pueden ser:

- “Deal breakers”

Sobre los “Deal breakers” (o asuntos que paralizan o cancelan la Transacción), poco más que añadir, el cliente decide, asumiendo el riesgo, continuar con la Transacción o abortarla.

- Otros asuntos significativos.

Respecto a los otros asuntos significativos (como los indicados a continuación), el cliente reanuda las negociaciones con el "Target" a efectos de llegar a acuerdos y perfilar el borrador del contrato de compra-venta ("SPA – Sales Purchase Agreement").

- | | |
|--------------------------------------|--------------|
| - Ajustes al EBITDA. | - CAPEX. |
| - Ajustes a la Deuda Neta. | - Garantías. |
| - Ajustes a Capital Circulante. | - Precio. |
| - Contingencias de cualquier índole. | - Otros. |

En estas negociaciones los autores de los Due Diligences pueden o no tener visibilidad (a conveniencia del cliente).

¿Este es el momento a partir del cual no se requiere de más colaboración de los asesores en los Due Diligences?

Pues no, como veremos, más adelante, en las siguientes fases.

En las negociaciones entre comprador y vendedor (a las que, a voluntad de ambos, pueden asistir o no sus asesores) se tratan los temas surgidos de los Due Diligences y, particularmente, en su caso, aquellos que pudieran afectar al precio previamente acordado de la "Transacción". También se tratan temas relacionados, con garantías, continuidad del personal clave del "Target" e, incluso, con la fiscalidad de la "Transacción" para el vendedor, aspecto que obviamente, este último debe tratar con sus asesores fiscales. Lo deseable es que en estas negociaciones queden prácticamente acordados todos los aspectos necesarios para la redacción del contrato de compra-venta.

A efectos de ilustrar sobre una situación que se produce a menudo en el proceso de negociación de los ajustes al precio pactado, un desacuerdo frecuente suelen ser las proyecciones de "cash flow" sobre las que se basa, directa o indirectamente, la determinación

preliminar del precio de la "Transacción" (método del descuento de flujos de caja o "*Discounted cash flow*") y, por ende, el efecto (multiplicador) sobre el mismo que representan los ajustes que se hayan identificado en los Due Diligences.

El foco de la discusión suele centrarse en la razonabilidad de las proyecciones preparadas y presentadas, bien por el comprador o bien por el vendedor, más que en los ajustes detectados. En definitiva, sobre la estimación de la capacidad de generar ciertos beneficios en un periodo determinado.

La preparación de unas proyecciones es un ejercicio cuyo cumplimiento real es incierto y, por tanto, su análisis se realiza en términos de razonabilidad, basado en las cifras históricas y en determinadas hipótesis que, en teoría, deben estar razonablemente soportadas. Ahora bien, no se debe olvidar que, si el precio de la operación se ha acordado en base a una valoración por "*Discounted cash flow*", estamos hablando de "dinero", tanto para el comprador como para el vendedor y, por este motivo, no es de extrañar que el comprador defienda unas proyecciones "pesimistas" y el vendedor otras "optimistas", pudiendo existir una diferencia significativa entre ambas.

La propuesta que suele tener buena aceptación, aunque no en todos los casos, pasa por el acuerdo entre comprador y vendedor de establecer una cláusula "*Earn Out*" en el contrato de compra-venta.

"*Earn Out*" es una expresión anglosajona que se utiliza en los contratos de compra-venta de empresas y que consiste, en términos generales, en aplazar una parte del precio de la "Transacción" a pagar por el comprador, en función del grado de cumplimiento real de los beneficios (o EBITDA) proyectados que se generen.

El objetivo de este mecanismo es, por tanto, reducir la incertidumbre para el comprador que adquiere una empresa que no conoce y que, a pesar de contar con diversos Due Diligences, no tiene ninguna garantía de que el negocio que va a adquirir vaya a comportarse como se

ha comportado en el pasado o como indican las proyecciones del vendedor que se va a comportar en el futuro.

Esta es otra razón por la cual, como se ha mencionado anteriormente en este documento, es aconsejable que una parte o la totalidad del equipo directivo anterior del "Target" continúe en sus puestos durante la etapa de diferimiento del pago de la parte del precio acordada (particularmente, si tienen acciones o "stock options" en la empresa).

3.6. FASE 6 - Contrato de compra-venta.

Esta es una fase en la que intervienen fundamentalmente los abogados de ambas partes, aunque, muy a menudo, se requiere de la colaboración de especialistas, básicamente financieros, en la redacción de ciertas cláusulas técnicas del contrato (como, por ejemplo, todo el clausulado que hace referencia a mecanismos "Post Transacción" de ajuste al precio, definición de términos financieros, cláusulas de protección y garantías, cláusula "Earn out", etc.), para las que los abogados, quizás por no haber participado en todo el proceso, por su formación o por su experiencia, no cuentan con las habilidades necesarias.

En esta fase es muy recomendable obtener del "Target" un equivalente a la "Carta de Representación" que obtienen los auditores para la firma de su informe.

Adicionalmente, en los casos en que se haya facilitado la documentación de los Due Diligences en un "Data Room", es indispensable adjuntar al contrato de compra-venta una relación detallada de la información que el vendedor ha puesto a nuestra disposición, a efectos de acreditar, si fuese el caso, que con respecto a cualquier eventualidad que pudiera ocurrir "Post Transacción" no se había facilitado información respecto a la misma en el "Data Room".

Por otra parte, en el contrato de compra-venta se suele acordar la realización posterior de una auditoría completa de los estados financieros cerrados a la fecha del contrato de compra-venta y una actualización a dicha fecha de los Due Diligences llevados a cabo del periodo no

cubierto por los mismos hasta la fecha del contrato de compra-venta, pues suele ser habitual que haya transcurrido un periodo de tiempo entre la fecha en que se hayan llevado a cabo los Due Diligences y la fecha del contrato de compra-venta.

No suele ser de gran utilidad, como se ha comentado en secciones anteriores, llevar a cabo una auditoría durante las fases de realización del Due Diligence, por cuanto podría resultar un gasto innecesario y resultar de escasa utilidad, al desconocer los resultados de los Due Diligences, la existencia de "Deal breakers" y, por tanto, si se va a llevar a cabo o no, la "Transacción".

Será más efectiva y útil una auditoría a una fecha de cierre de los estados financieros coincidente con la fecha del contrato de compra-venta, particularmente en los casos de un comprador perteneciente a un grupo que va a integrar o consolidar sus estados financieros con los del "Target" y que, por tanto, va a necesitar los estados financieros auditados de este último a los efectos de la auditoría de los suyos y de la determinación, en su caso, del "goodwill" o "badwill" de la "Transacción".

De la citada auditoría pudieran resultar ajustes o asuntos de diversa naturaleza que pudieran afectar al precio de la "Transacción" o a las garantías o a algunos de los asuntos contemplados en el contrato de compra-venta y que, por tanto, debieran contemplarse en el mismo como ajustes o modificaciones post-transacción, por cuanto los resultados de la auditoría no se van a conocer hasta transcurrido un tiempo desde la firma del contrato de compra-venta.

3.7. FASE 7 – Post-transacción.

En secciones anteriores ya hemos venido adelantando una serie de acontecimientos y comprobaciones posteriores necesarios que, en la medida de lo posible, han de estar contemplados en el contrato de compra-venta.

A continuación, relacionamos algunos de los más relevantes:

- **Ejecución de la cláusula "Earn Out".**

Para la ejecución del pago de parte o del total del precio aplazado en el contrato ("*Earn out*"), bien como garantía o bien como referencia a la evolución de los beneficios obtenidos (EBITDA), será necesario un trabajo previo de comprobación que habitualmente se lleva a cabo por los mismos asesores que han participado en los Due Diligences o, en su caso, mediante una auditoría.

- **Ajustes y otros asuntos surgidos de la auditoría a la fecha del contrato de compra-venta y tratamiento de otros asuntos surgidos de dicha auditoría.**

El contrato de compra-venta debe contemplar el tratamiento de estos asuntos que no van a conocerse hasta una fecha posterior a la de la transacción.

- **Evolución y seguimiento de las contingencias de cualquier naturaleza (fiscales, legales, laborales, medioambientales, etc.) identificadas en los Due Diligences y para las cuales se ha establecido una garantía.**

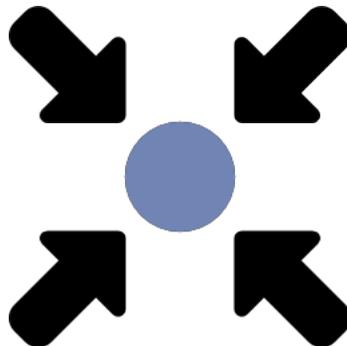
Durante el tiempo de vigencia de las contingencias identificadas en los Due Diligence, y hasta la caducidad de las mismas, es necesario revisar su evolución y acreditar su materialización (actas de inspección, multas, etc.), a efectos de ejecutar, en el importe correspondiente, las garantías establecidas al efecto.

- **Revisión de cualquier otro aspecto contemplado en el contrato de compra-venta con efecto post-transacción.**

Nos referimos, fundamentalmente, a compromisos adquiridos tales como: continuidad del personal y/o del equipo directivo, cláusulas de no competencia, ... así como de cualquier otro compromiso que requiera de un seguimiento.

No nos vamos a extender en las operaciones post-transacción que deberá llevar a cabo el comprador, por no considerarlo específicamente objetivo de este documento. No obstante, y brevemente, señalar que inmediatamente a la firma del contrato de compra-venta se inicia, por parte del comprador, un proceso laborioso, arduo y no exento de dificultades.

Tiene que integrar, en el plazo de tiempo más breve posible, un negocio, Esta integración afecta al personal, al equipo directivo, a los sistemas informáticos, a la red comercial, al sistema productivo, al catálogo de productos, al logo de la vieja entidad y a un sinfín de otros aspectos burocráticos, administrativos, etc., que, en buena medida, requieren de una planificación detallada previa y de la intervención de un equipo "ad hoc" de especialistas, internos o externos, en las diversas disciplinas.



4. Due Diligence para el vendedor (“Sell side Due Diligence”)

En el capítulo 3 anterior, hemos analizado las distintas fases de una operación de compra-venta de empresas y la realización de Due Diligence para la parte del comprador (“Buy side Due Diligence”). En este capítulo, se describe brevemente el denominado “*Sell side Due Diligence*” o “*Vendor Due Diligence*”, que podríamos traducir como el Due Diligence para la parte del vendedor.

En primer lugar, indicar que éste es un tipo de servicio que resulta muy demandado por los vendedores, en determinados periodos coyunturales en los que proliferan las transacciones, a diferencia de los servicios indicados en el capítulo 3 anterior, que son solicitados habitualmente por los compradores.

Este servicio está altamente recomendado para los vendedores, debido a las razones que comentamos a continuación, en procesos de venta abiertos a varios potenciales compradores (pseudosubastas) o para casos en los que se puede prever el interés por varios inversores.

Las razones por las que los vendedores, en las circunstancias descritas anteriormente, muestran su interés por este servicio pueden ser varias:

- Desean tener el control directo de los Due Diligences (a diferencia del “*Buy side Due Diligence*”, respecto al cual, son los compradores quienes ostentan el control), por ser quienes los contratan.
- Los vendedores quieren conocer los resultados de los Due Diligences antes de que los compradores tengan acceso a los mismos.
- Los vendedores, antes de facilitar los informes correspondientes a los compradores, quieren disponer de tiempo suficiente para, en su caso, corregir, eliminar o paliar los efectos de los asuntos significativos que se hayan puesto de manifiesto en los informes

de Due Diligences, minimizando la repercusión en la Transacción (precio, garantías, etc.).

- Una vez que los vendedores dispongan de los informes de "*Vendor Due Diligence*", los van a distribuir, con acuerdo previo y bajo su control, a los potenciales compradores. En base a dichos informes, los compradores pasarán sus ofertas que pueden ser vinculantes o no.
- En la medida en que, con carácter general, los destinatarios de los informes manifiesten su interés en ampliar el alcance de los Due Diligences en determinadas áreas, los vendedores, discrecionalmente, decidirán si encargan esa ampliación a los autores de los Due Diligences para que incorporen los resultados en sus informes y estos vuelvan a distribuirse a los destinatarios o puedan decidir que tal facultad se le concederá únicamente al comprador finalmente elegido.
- En el caso de que las ofertas fuesen vinculantes, los compradores, en este caso, incluirán las salvaguardas correspondientes en el contrato de compra-venta, si bien, salvo casos muy excepcionales, existen pocas posibilidades de "echarse atrás".

Aparte de las razones expuestas anteriormente, otro objetivo fundamental de los vendedores al solicitar sus propios Due Diligences es acortar todo el proceso de compraventa y minimizar la atención o la distracción de su personal en dicho proceso. En el supuesto de que el vendedor permitiese a cada comprador realizar sus propios Due Diligences, estaríamos hablando de dos, tres, cuatro o más equipos distintos de Due Diligences de distintas firmas y disciplinas solicitando información, interfiriendo en el día a día de los empleados del "*Target*", etc., y, en definitiva, originando un alargamiento del proceso y, quizás, un descontrol de la información facilitada y una incertidumbre sobre los resultados de los Due Diligences.

4.1. Alcance del trabajo

Como quiera que, en principio, los Due Diligences los van a encargar los vendedores, es presumible que el alcance de trabajo que éstos acuerden no va a satisfacer al 100% las expectativas o necesidades de todos los compradores.

Es por ello por lo que los alcances de trabajo que se acuerden debieran de ser los más amplios posibles, haciéndolos coincidir, también al máximo posible, con los que solicitaría cualquier comprador (véase en la sección 3.4.1.b) el detalle de procedimientos habituales para un "*Buy side Due Diligence*").

4.2. Fases

No nos vamos a extender demasiado en esta sección, por cuanto, obviamente, los vendedores pasan por las mismas fases que los compradores, descritas anteriormente en el capítulo 3 para un *Buy side Due Diligence*. Simplemente, observar que la Fase 4 de ese capítulo se acorta significativamente, dado que a los compradores se les facilitan directamente, por parte de los vendedores, los informes de Due Diligences. Estos últimos analizarán esos informes con sus asesores y prepararán sus ofertas.

En muchos casos los compradores solicitan el concurso de expertos en Due Diligences para revisar esos informes y emitir los suyos en base al análisis de los anteriores.

4.3. Carta encargo o contrato

En este caso, la carta encargo o contrato entre el vendedor y el asesor tiene una particularidad muy IMPORTANTE que comentamos a continuación.

Al ser los vendedores quienes contratan los Due Diligences, quienes los controlan, quienes reciben de "primera mano" los informes y quienes los discuten con sus asesores, pudiera cuestionarse su independencia y que sus informes se han preparado al "gusto de quien los

paga" que, en principio, son los vendedores, pudiendo cuestionarse también un "conflicto de intereses".

Este asunto queda totalmente resuelto con una aceptación generalizada por parte de los compradores de las condiciones en que se realiza el trabajo por parte de los asesores, mediante la incorporación en la carta de encargo o contrato firmado por los vendedores de una cláusula en la cual se establece que respecto a dicha carta de encargo el comprador con el que se firmará el contrato de compra-venta del "Target" se subrogará en todos los derechos y obligaciones, incluida la cláusula de responsabilidad de los asesores, contemplados en la misma. Normalmente una copia de esta carta de encargo o contrato es suministrada a los compradores al comienzo del proceso.

Por tanto, el cliente del asesor en estos Due Diligences, que en principio son los vendedores, una vez firmado el contrato de compra-venta, pasa finalmente a ser el comprador, aspecto muy a tener en cuenta en un "Sell side Due Diligence".

4.4. Informes

Los informes de los "Sell side Due Diligence" tienen la misma estructura que los de un "Buy side Due Diligence", aunque habitualmente no se incluyen recomendaciones, a diferencia de estos últimos que sí las incluyen.

5. Asistencia al vendedor ("*Vendor Assistance*")

Este es otro de los servicios habitualmente demandado por los vendedores antes de comenzar un proceso de compra-venta y que casi todas las Firmas especializadas incluyen en su catálogo de servicios.

En términos generales, tal como su traducción literal indica, se trata de un servicio de asistencia al vendedor, previo al inicio de la transacción. El alcance del servicio puede ser tan amplio y abordar tantas áreas (financiero, fiscal, legal, etc.) como solicite el vendedor, con emisión o no de los informes correspondientes en función de la naturaleza del alcance y de la asistencia solicitada por el vendedor.

No debe confundirse un "*Sell side Due Diligence*" con un "*Vendor Assistance*". La principal diferencia radica en que el primero es un servicio cuyos informes, tal como hemos comentado en el capítulo anterior, van destinados finalmente a los compradores, mientras que en el segundo, el servicio va destinado exclusivamente a los vendedores.

Un "*Vendor Assistance*" tiene como objetivo ayudar a los vendedores o al "*Target*" en su preparación para abordar el proceso de compra-venta en las mejores condiciones, anticipar los resultados de un Due Diligence y evitar sorpresas. Un objetivo tan amplio se suele materializar en un alcance de trabajo específico, conforme con lo acordado con los vendedores, que puede llevarse a cabo, con carácter general, desde la primera fase de decisiones estratégicas del vendedor hasta la finalización de la Transacción, o, puntualmente, sobre determinadas áreas o aspectos concretos.

Sin perder de vista el objetivo general de un "*Vendor Assistance*" de colaborar en la preparación del "*Target*" para acometer un proceso de compraventa, el beneficio que normalmente tienen en mente los vendedores al solicitar este servicio es realizar la "Transacción" en las mejores condiciones, con la mínima distracción de su personal y con

ciertas garantías de éxito. Para ello, y sin limitación alguna, los ámbitos de colaboración se suelen centrar en los siguientes aspectos:

- Recopilación y análisis de la información de toda índole que se prevé van a solicitar los compradores, bien en sus propios Due Diligences, bien para un "Data Room".
- Identificación de fortalezas y debilidades del "Target", de cara a su utilización en las negociaciones.
- Identificación de posibles ajustes al EBITDA, deuda neta, capital circulante, etc.
- Identificación de potenciales contingencias de índole fiscal, legal, laboral, medioambiental, etc.
- Colaboración en la preparación de proyecciones financieras.
- Salvando cualquier conflicto de intereses, valoración del Target.
- Colaboración en la preparación del "Target" para una posible segregación de actividades, líneas de negocio, filiales, etc.
- Identificación de actividades, líneas de negocio, divisiones, productos, filiales, etc., que aportan pocos beneficios o pérdidas para el negocio en su conjunto y que, para no perjudicar el precio de la "Transacción", sería aconsejable sacarlas de su perímetro.
- Identificación de cualquier asunto significativo en todas las áreas (personal, comercial, financiero, legal, fiscal, medio-ambiental, etc.), que pudieran ponerse de manifiesto en un Due Diligence llevado a cabo por los compradores y que pudiera perjudicar la "Transacción" o el precio de la misma.

5.1. Alcance de trabajo

No existe un alcance de trabajo estándar para este tipo de servicios, sino que dicho alcance depende de las necesidades y de los objetivos del vendedor, quién, en última instancia, es el responsable de su definición. No obstante, el asesor tiene cierta responsabilidad, al menos profesional, de asesorar adecuadamente a su cliente sobre el alcance de trabajo idóneo que cubra adecuadamente sus necesidades y sus objetivos.

5.2. Carta de encargo o contrato

No existe una carta encargo estándar para este tipo de servicio. Como referencia pudiera resultar de utilidad la carta encargo de un *"Sell side Due Diligence"*, con las adaptaciones oportunas.

Dada la amplitud de este servicio, será esencial la incorporación en el contrato de una descripción muy detallada del alcance de trabajo y del ámbito de los servicios que se van a prestar, así como de un *"Disclaimer"* o descargo de responsabilidades y la exclusión de cualquier *"capping"* al respecto.

5.3. Informes

La emisión de informes dependerá de la naturaleza y del alcance de trabajo acordado con el cliente.

- En el caso, por ejemplo, que la solicitud de nuestro cliente sea una mera recopilación de información para un *"Data Room"* o para su entrega a potenciales compradores, no se requiere de ningún informe.
- No obstante, si el alcance de trabajo es más amplio y contempla la identificación de asuntos significativos, en este caso, sí parece necesaria la emisión de un informe que, además, podría incluir recomendaciones.

Tampoco existe un informe tipo para este servicio, si bien se puede tomar como referencia el de un *"Sell side Due Diligence"*. Si este fuera el caso, el informe deberá incluir un *"disclaimer"* o descargo de responsabilidades y una restricción a su distribución.

6. Glosario de términos

Business as usual: Negocio habitual

Business case: Ejercicio teórico de impactos de la Transacción

Buy side Due Diligence: Due Diligence para la parte compradora

CAPEX (Capital Expenditure): Inversiones en bienes de capital

Capping: Techo de responsabilidad económica

Data Room: Espacio físico (o virtual) donde se facilita información para su revisión "in situ" por parte de los compradores

Deal: Transacción

Deal Breakers: Aspectos resultantes de los Due Diligences que abortan la Transacción

Disclaimer: Descargo de responsabilidades

Discounted Cash Flow: Descuento de Flujos de Caja

Earn Out: Cláusula del contrato de compra-venta que vincula el pago de una parte del precio al cumplimiento futuro de determinadas condiciones (beneficios, EBITDA, ...)

Empresa objetivo: Empresa objeto de la compra-venta

Engagement letter: Carta de encargo

Escrow fund: Fondo de garantía, aval, etc.

Full Access: Acceso sin restricciones a la información

IT: Sistemas / tecnología informática

Letter of intents: Carta de intenciones (o de acuerdos preliminares)

Memorandum of Understanding (MOU): Véase "Letter of intents"

Non Access: Sin acceso a información suministrada por vendedores

On off: Ingresos/gastos excepcionales, no habituales o no repetitivos

Operación: Compra-venta

Quality of earnings: También llamado EBITDA normalizado (ajustado por ingresos/gastos excepcionales, no habituales o no repetitivos)

Red flags: Puntos de atención relevantes para la Transacción

RRHH: Recursos Humanos

Sale Purchase Agreement (SPA): Contrato de compra-venta

Sell side Due Diligence: Due Diligence para la parte vendedora

Status report: Informe de situación

Success fee: Honorario vinculado a la realización de la compra-venta

Target: Empresa objeto de la compra-venta

Transacción: Compra-venta de una empresa o negocio

Vendor Assistance: Servicio de asistencia al vendedor, previo al inicio de la transacción

Working capital: Fondo de maniobra

NOTAS

Para una mejor comprensión de los términos anglosajones utilizados en este documento, se ha optado por una traducción libre de los mismos, adaptada al contexto en que se han empleado.

El hecho de haber utilizado términos anglosajones en este documento se debe a que los mismos están acuñados por los expertos y son utilizados comúnmente por los actores en cualquier proceso de compra-venta, por lo que se ha considerado conveniente que cualquier lector del documento no habituado a su utilización se familiarice con los mismos.



Valor para la información financiera

Consejo General de Economistas de España
Calle Nicasio Gallego 8, 28010 - Madrid
T +34 91 432 26 70 / e.mail: rec@economistas.org
www.economistas.es

Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España
Paseo de la Habana 1, 28036 - Madrid
T +34 91 446 03 54 / e.mail: rec@icjce.es
www.icjce.es