

# SABERES

Revista de estudios jurídicos, económicos y sociales

VOLUMEN 11 ~ AÑO 2013

Separata



UNA BREVE INVESTIGACIÓN SOBRE EL VALOR DE LA  
REPUTACIÓN EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE  
EMPRESAS. EL CASO ESPAÑOL ENTRE 1999 Y 2009

José Manuel Novas Pérez



UNIVERSIDAD ALFONSO X EL SABIO  
Facultad de Estudios Sociales  
Villanueva de la Cañada

© José Manuel Novas Pérez

© Universidad Alfonso X el Sabio  
Avda. de la Universidad,1  
28691 Villanueva de la Cañada (Madrid, España)

*Saberes*, vol. 11, 2013

ISSN: 1695-6311

No está permitida la reproducción total o parcial de este artículo ni su almacenamiento o transmisión, ya sea electrónico, químico, mecánico, por fotocopia u otros métodos, sin permiso previo por escrito de los titulares de los derechos.

SABECO13\_001

# UNA BREVE INVESTIGACIÓN SOBRE EL VALOR DE LA REPUTACIÓN EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS. EL CASO ESPAÑOL ENTRE 1999 Y 2009.

José Manuel Novas Pérez

RESUMEN: Este trabajo trata sobre las denominadas cláusulas o condiciones NEC (del inglés, *Non Embarrassment Clauses*) que miden el daño a la reputación del vendedor y, por tanto, su valor en una transacción en la que participan compradores y vendedores en un clima de transparencia. Cuando en este proceso interviene el equipo directivo, se distorsiona el proceso. El objetivo de este trabajo es analizar si se ha producido esta distorsión en las operaciones de compraventa de empresas en España entre 1999 y 2009.

PALABRAS CLAVE: fusiones, adquisiciones, reputación.

SUMARIO: 1. Introducción.– 2. Hallazgos sobre la Cláusula NEC.– 3. Sobre los procesos MBO.– 4. Sobre la corroboración cualitativa de la correlación NEC-MBO.– 5. Sobre el panorama cuantitativo general de empresas y transacciones.– 6. Sobre la información cuantitativa de la muestra.– 7. Sobre la relativización de las cifras de la muestra.– 8. Conclusiones.– 8.1. Sobre el objetivo.– 8.2. Sobre la Cláusula NEC y los MBO.– 8.3. Sobre los hallazgos adicionales de la investigación.

## 1. Introducción

Desde una perspectiva general, la investigación trata sobre la variación de valor a la que puede estar sujeta una empresa en función de las llamadas condiciones *Non Embarrassment Clause* (en adelante, NEC) centradas conceptualmente en los daños a la reputación y a las que se le puede atribuir el carácter de la representación cuantitativa del valor de la reputación en las transacciones en la que resulta efectiva. En particular el trabajo consiste en confirmar el vínculo entre la existencia de un acuerdo específico de valor de una empresa y el hecho de que el comprador sea su Equipo Directivo.

En las siguientes líneas introductorias se propone una aproximación al tema y la definición del objetivo de la investigación. Entre los factores que contribuyen a la complejidad de la formación del valor está el hecho de que coincidan en el mismo sujeto la responsabilidad de la provisión de información del pasado y del futuro y su condición de comprador. Esto sucede con alguna frecuencia en las denominadas operaciones de *Management Buy Out* (MBO en adelante) en las que el comprador, o uno de los compradores, es el Equipo Directivo de la empresa.

La formación de un valor para la compraventa de una empresa es un proceso que culmina en un valor que se puede calificar como evolutivo, ya que está sujeto a ajustes en función de ciertas circunstancias acordadas por las partes. A las condiciones que acompañan a la formación del valor, generando su evolución hacia la magnitud final efectiva, son de diversa índole y se les suele conocer como cláusulas de ajuste del precio. Entre dichas condiciones que pueden formar parte final del valor existe una, que focaliza el interés del presente trabajo, conocida como NEC, que consiste en los derechos otorgados al vendedor, normalmente en forma de compensación financiera equivalente a precio adicional, en el supuesto de que el comprador revenda la empresa en un futuro próximo por un valor superior con una plusvalía que de este modo acuerda compartir.

¿A qué razones puede obedecer la existencia de un componente de valor como la implicada en la condición contractual NEC?. La única razón aparente parece ser la de proteger una hipotética valoración incorrecta en términos de mercado. Y ésta podría estar motivada por la coincidencia entre comprador y suministrador de información relevante para la valoración. La desconfianza y la protección podrían unirse en el origen de éste tipo de condiciones. ¿Existirán vínculos entre los sucesos de NEC y MBO en las valoraciones de empresa?

Así pues, el objetivo de este trabajo es investigar la existencia de correlación entre la existencia de condiciones de valor NEC y la existencia de procesos de MBO. Se formula, por tanto, la hipótesis de que en los casos de compraventa de empresas en los que la condición NEC está presente se trata en su mayor parte de casos de MBO.

Para ello, se ha trabajado sobre una muestra integrada por una compañía consultora, por dos compañías de capital y por dos firmas de asesoramiento jurídico, todos ellos competentes y con experiencia. El ámbito temporal del trabajo contempla un período que, con carácter general, contiene los once años comprendidos entre el 1 de Enero de 1999 y el pasado 31 de Diciembre de 2009. Aunque no integrante de la muestra, cabe resaltar la colaboración del Profesor Martí Pellón de la UCM, destacado referente académico y profesional en todo lo relacionado con el sector del capital riesgo en España. Adicionalmente se obtuvo información complementaria vía Internet, que junto con las informaciones muestrales o derivadas conforman el ámbito material y constituyen las únicas fuentes de la investigación.

La investigación produjo resultados que podrían ser clasificados en dos grupos. El primero, que podría denominarse factores de entorno, trata sobre la NEC y sus motivaciones según la muestra, sobre los MBO, sobre la

correlación cualitativa entre ambas y sobre el panorama cuantitativo general de empresas y transacciones en España. El segundo grupo comprende la información cuantitativa facilitada por la muestra y su relativización conforme al panorama general.

## 2. Hallazgos sobre la Cláusula NEC

El *Non Embarrassment* es un término de origen anglosajón que literalmente significa no *avergonzamiento*. Podría decirse que decir NEC sería equivalente a decir cláusula o condición contractual preventiva de situaciones vergonzosas, embarazosas o más genéricamente de **daños sobre la reputación**.

Los expertos concuerdan que las cláusulas NEC: (1) son relativamente recientes e importadas de la práctica mercantil anglosajona a principios de este siglo; (2) son relativamente infrecuentes, ya que no suelen darse en operaciones corporativas estándar de fusiones y adquisiciones, y (3) están relacionadas con el capital riesgo y con el *private equity* o capital privado, términos usados indistintamente en Europa de los que se habla más adelante en el apartado MBO. Transcribimos de forma literal y seleccionadas por su elocuencia, dos de las definiciones de NEC:

«Este término anglosajón se utiliza, en la jerga de las adquisiciones de empresas y, particularmente, en el sector de *private equity*, para referirse a cláusulas por las que el vendedor se reserva el derecho a recibir una compensación adicional por la participación en el capital que ahora transmite, en el caso de que el comprador venda a su vez dicha participación a terceros durante un periodo de tiempo determinado y por precio superior»

«El objetivo de este tipo de cláusulas es que el vendedor no quede en una posición delicada (no “se avergüence”) si el comprador en un (breve) plazo de tiempo consigue vender a un precio (muy) superior a un tercero las acciones o participaciones, que había adquirido del vendedor. Suelen encontrarse en contratos de desinversión de sociedades de capital riesgo»

Respecto a los parámetros a considerar los profesionales mencionan: (1) el plazo, que generalmente oscila entre 1 y 5 años, siendo 2 años el acuerdo habitual. Los plazos largos suelen llevar escalas decrecientes de los porcentajes de plusvalía asignable al vendedor original; (2) el valor, como parte de la plusvalía generada, que generalmente oscila entre el 20 y el 100 por cien en los casos extremos, siendo el 50 por ciento el acuerdo usual, y (3) las precauciones tendentes a asegurar el cumplimiento que suelen



centrarse en controlar y/o impedir durante el plazo pactado reparto de dividendos o reservas y transmisiones de capital de todo tipo.

En cuanto a las circunstancias y razones que concurren en el establecimiento de NEC los expertos consideran que su concepción y existencia obedecen a la necesidad de cobertura de responsabilidades por los decisores de la venta que cuentan con sensibilidad a una posible futura recriminación, vergüenza o daño reputacional.

Como sintetiza uno de ellos: “En mi experiencia, en la inmensa mayoría de los casos el NEC es la respuesta a la necesidad del responsable de la venta de cubrir sus responsabilidades fiduciarias para el supuesto de una venta posterior de la misma compañía por un precio más elevado en un periodo corto de tiempo desde la primera compraventa. En ese supuesto, la diferencia de precio podría dejar en evidencia (*embarrassment* o vergüenza) su gestión de la primera venta.”

Conforme a la opinión de los expertos pueden distinguirse dos grandes grupos relacionados de situaciones y motivos de la presencia de NEC. Así, en los MBOs porque (1) figuran en ocasiones como los únicos compradores posibles cuando hay escasez de demanda; (2) son procesos delicados por su natural conflicto de intereses implícito, generando eventualmente dudas sobre mayor valor no evidente para un vendedor de un negocio en el que participa pero no gestiona, y (3) son procesos que suelen venir acompañados por firmas de capital, una de cuyas principales características es la presencia temporal. Mientras que en las compañías de capital que actúan en calidad de vendedor, que cuentan con gestores, responsables de transacciones que necesitan cubrirse ante accionistas o acreedores en determinado tipo de situaciones o dificultades, por estar (1) bajo una fuerte presión vendedora por una situación de excesivo endeudamiento o por requerimientos regulatorios que obligan a desinversiones; (2) a las puertas de situaciones concursales, presumiendo que sus decisiones pueden ser revisadas a posteriori; (3) ante la sospecha o la certeza de una operación subsiguiente de venta y ante la desconfianza de la adecuación del precio de la transacción por existir un único oferente, y (4) Por la participación de MBOs y otras compañías de capital como compradores.

Los protagonistas y causas comunes como puede apreciarse son los MBOs, las compañías de capital, y el valor y la cobertura de responsabilidad en los diferentes aspectos mencionados.

Cabe resaltar la menor escasez relativa de informaciones existentes en el mundo anglosajón, a diferencia del mundo de habla hispana, donde diversos intentos de encontrar referencias a NEC en Internet han resultado fallidos.

La presencia de menciones a NEC excede de las realizadas en libros, glosarios o noticias empresariales, alcanzando en el mundo anglosajón lugares tan distintos como la transferencia de tecnología en laboratorios vinculados a Universidades o como publicaciones recientes del Comité de Gobierno Corporativo de la OCDE. Esta mayor difusión o menor escasez relativa de informaciones sobre NEC constituye también un hallazgo.

### **3. Sobre los procesos MBO**

Cabe destacar, en primer lugar, el hallazgo realizado a través de una sugerencia de la muestra, consistente en la existencia de dos importantes referencias de investigación en este peculiar mundo.

Por un lado, el Centro de Investigación del *Management Buy Out* (en adelante CMBOR por sus siglas en inglés) creado en 1986 con sede inicial en la Universidad de Nottingham (Reino Unido) cuyo ámbito geográfico de estudios es la totalidad de Europa. Dirigido por el profesor Mike Wright y dedicado a evaluar y analizar los MBO con o sin respaldo inversor de compañías de capital, este centro está considerado el proveedor preeminente de las estadísticas relacionadas en Europa sobre este tema.

Por otro lado, en España, el profesor José Martí Pellón, con especial dedicación a la financiación mediante Capital Riesgo, realiza informes anuales que son la referencia del sector para los operadores y para sus asociaciones ASCRI y EVCA. El Profesor Martí Pellón colabora también con CMBOR en España y es el creador de la base de datos de referencia sobre la actividad del capital riesgo y su impacto sobre la economía.

Consideraremos a efectos del presente trabajo que el MBO es la adquisición de una empresa por parte de su equipo directivo que adquiere una participación mayoritaria. Se sintetizan a continuación otras consideraciones comunes sobre los procesos MBO: (a) Los efectos prácticos de la posición de los directivos como compradores durante la compraventa implican que: (1) El proceso de revisión de información es limitado porque ya tienen conocimiento y disponibilidad, y (2) Las garantías otorgadas por el vendedor son las mínimas o ninguna sobre la base del conocimiento y la participación del equipo directivo en el estado de la compañía; (b) Las consideraciones sobre la asimetría de la información y el conflicto de interés natural en estos procesos y sus posibles influencias sobre valoración, rendimiento de la empresa e inhibición de otros posibles compradores competidores, y (c) Las consideraciones sobre los propósitos de los directivos en los MBOs que van desde la salvaguarda de sus puestos de



trabajo hasta la maximización de los beneficios que obtienen por el éxito que proporcionan a la empresa. Así como el respaldo financiero a su riesgo que obtienen de las firmas de capital, quienes además de invitarles a participar en el capital les facilitan obtención de deuda con terceros para hacer posible la compra.

#### **4. Sobre la corroboración cualitativa de la correlación NEC-MBO**

Los expertos de la muestra confirman de modo unánime dicha correlación. Las principales características atribuibles a la correlación en función de sus opiniones son que los MBOs son la más frecuente pero no la única razón de ser de los NEC, y que puede apreciarse que la justificación de la correlación se encuentra en el vínculo que suponen las compañías de capital. Extraemos literalmente dos de las opiniones significativas al efecto:

«Sin duda se confirma que estas cláusulas existen normalmente en procesos de MBO y es muy raro verlas fuera de ese contexto de operaciones. Podemos resumir que donde suelen ser más habituales es en operaciones de desinversión de PEQ – en la que éste es vendedor - , en el marco de MBOs ya sea invirtiendo el equipo directivo conjuntamente con otro PEQ o con un industrial (menos frecuente). Suelen encontrarse en contratos de desinversión de sociedades de capital riesgo»

«En mi opinión, la correlación entre NEC y MBO existe y la dividiría en dos partes. Existe correlación entre NEC y operaciones de capital privado por un lado, y existe una mayoría de operaciones de capital privado donde hay NEC que son MBOs. Por tanto, se da la secuencia NEC→Capital Privado→MBO»

Por último, y también según su opinión, parece constatarse una mayor utilización actual de las NEC motivada por la crisis y la ausencia de liquidez en el mercado de compraventa de compañías, no estimándose en el futuro un cambio de la figura NEC por ninguna otra fórmula.

#### **5. Sobre el panorama cuantitativo general de empresas y transacciones**

El Registro Mercantil ofrece la elaboración de informaciones a medida. Sin embargo consultado por vía telefónica denegó la posibilidad de producir información numérica sobre transacciones de capital en términos de interés para este estudio.

Con la información facilitada por el Profesor Martí Pellón podemos conocer para el período 2002 - 2008 el número de inversiones de empresas

de capital riesgo, el número de *Buy Outs* y el número de MBOs según las definiciones descritas anteriormente:

<b>Año</b>	<b>ECR N°NIE <sup>(1)</sup></b>	<b>N° Buyouts <sup>(2)</sup></b>	<b>N°MBOs <sup>(3)</sup></b>
2002	229	36	4
2003	261	52	18
2004	241	33	6
2005	354	48	5
2006	504	50	11
2007	508	50	9
2008	463	32	4

*Fuente:* Elaboración propia con datos obtenidos de Web Capital Riesgo y Deloitte – Prof. Martí Pellón

- (1) Empresas de capital riesgo- número total de nuevas inversiones en empresas en España – Fuente: Profesor Martí Pellón. Web Capital Riesgo
- (2) N° de Buyouts adquisición de una participación mayoritaria en una empresa por parte de sus directivos, o inversores particulares que pasen a formar parte del equipo directivo, o de entidades de capital riesgo. Fuente Deloitte –Profesor Martí Pellón
- (3) N° de MBOs Adquisición de una empresa por sus propios directivos, generalmente, con utilización de deuda. Puede haberse producido con o sin intervención de un inversor de capital riesgo. A efectos de este estudio, sólo se sigue considerando como MBO si la participación del inversor de capital riesgo es, en caso de existir, minoritaria. Fuente Deloitte –Profesor Martí Pellón

Resultan destacables los informes anuales publicados en Internet por Deloitte([deloitte.es/corporate/](http://deloitte.es/corporate/)) sobre los *Buy Outs* en España, realizados con la colaboración del Profesor Martí Pellón de los que se han extraído las cifras de las columnas 2 y 3 de la tabla anterior.

## 6. Sobre la información cuantitativa de la muestra

Tres de las cinco empresas especializadas de la muestra facilitaron información cuantitativa referente al número de contratos de compraventa en los que figura la cláusula NEC, referente a cuántos de ellos implicaban origen en procesos MBO y cuál es el total de procesos de MBO en el que han participado:

	<b>N° NECs</b>	<b>Origen MBO</b>	<b>Total MBOs</b>
Firma 1	37	37	47

Firma 2	22	22	30
Firma 3	10	7	7
<i>Total</i>	<i>69</i>	<i>66</i>	<i>84</i>

*Fuente:* Elaboración propia con los datos obtenidos de la muestra.

Resulta necesario mencionar que ésta información corresponde a los años 2001 a 2009, que no en todos los casos se dispone de la información por año y que en alguna misma operación han podido participar eventualmente más de una de las firmas de la muestra. Además no se puede afirmar que los MBOs participantes de ésta información se atengan a la definición de toma de control mayoritario del capital

La observación de las cifras permite constatar también la corroboración cuantitativa de la hipótesis formulada en la investigación. Las firmas de la muestra han participado en 69 operaciones de compraventa de empresas en cuyos contratos se ha estipulado la cláusula NEC. Y en 66 de esas 69 operaciones de compraventa, es decir en el 95,6 por ciento de los casos se trataba de una operación en la que participaba como comprador el equipo directivo de la empresa. Por tanto puede confirmarse la hipótesis de partida.

A continuación, y por último, se intentan considerar en el siguiente apartado las cifras aportadas en el contexto global.

## **7. Sobre la relativización de las cifras de la muestra**

Se puede apreciar a efectos del presente trabajo como datos relevantes de posición relativa en 2008:

- El porcentaje de nuevas inversiones de compañías de capital sobre el total de empresas establecidas es del 0,013 por ciento
- El número de *Buyouts* sobre nuevas inversiones de firmas de capital representa el 6,91 por ciento
- El número de MBOs representa 1,16 por cada millón de empresas establecidas
- El número de MBOs sobre el total de nuevas inversiones de compañías de capital representa el 0,86 por ciento.

## **8. Conclusiones**

### **8.1. Sobre el objetivo**

La participación del equipo directivo en la compra de una empresa no es el único factor de génesis de la condición contractual NEC, aunque cuando ésta se presenta en la mayor parte de los casos participa el equipo directivo.

Puede considerarse en primer lugar por tanto más de una razón para la existencia de NEC y en segundo lugar un fuerte vínculo, no evaluado por ésta investigación, entre las firmas de capital y la participación de equipos directivos en la compraventa de empresas. Tal y como manifiestan los expertos las razones para la existencia de las condiciones NEC residen en la prevención de los daños a la reputación, pudiendo concluirse en el caso de su efectividad que constituyen el indicador de la medida del valor singular de la reputación del Vendedor en la transacción concreta en la que se producen.

Con respecto a la esencia de la investigación constituida por su objetivo conforme a la hipótesis formulada puede concluirse su corroboración.

Parece entonces que puede afirmarse con la debida prudencia que en la formación del valor de una empresa puede tener influencia el perfil de sus participantes.

## **8.2. *Sobre la Cláusula NEC y los MBO***

La principal conclusión que parece extraerse, a la vista de las cifras ofrecidas, es que tanto la existencia de condiciones NEC como la de procesos MBO son sucesos extraordinarios, de poca presencia en el escenario de la sociedad empresarial. Los MBO por otra parte se producen en términos de magnitudes de decenas de unidades por millón en el mejor de los casos anuales en relación con el total de empresas establecidas.

El mundo de la compraventa de empresas, a tenor de la información disponible, tiene una importancia relativa pequeña sobre el total de empresas existentes. Tiene una posición inferior el de los *buy outs* en todas sus clases y, aún más pequeño es el escalón representado por el mundo de los MBO.

Cabe destacar, asimismo, la importancia como referencia de los informes periódicos llevados a cabo por los Profesores Wright y Martí Pellón sobre los *Buy Outs* y sobre las empresas de capital.

## **8.3. *Sobre los hallazgos adicionales de la investigación***

En términos enumerativos pueden considerarse adicionales al objetivo planteado los referentes a (1) las NEC, sus características, grupos de



José Manuel Novas Pérez

situaciones motivantes, manifestación habitual de sus parámetros de tiempo, porcentaje de plusvalía asignable y precauciones habituales; (2) las MBO, incluyendo las definiciones de capital y la propia existencia de dos líneas de investigación abiertas en España y en Europa con producción de información periódica y con disponibilidad para información a medida, (3) la mayor difusión comunicativa comparativa en la cultura anglosajona de NEC y en general de lo relacionado con los *Buy Outs* y las firmas de capital.

SABECO13\_001

