



COMILLAS

UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

Valoración de empresas en el contexto de un LBO: cláusulas de ajuste de precio y covenants financieros

Autor: Alejandro Ferrer Moreno

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Martín Baumeister

5º E3-A

Madrid

Marzo 2026

RESUMEN

El presente TFG versa sobre la valoración de empresas inmersas en operaciones de LBO desde la perspectiva de la traslación de las proyecciones del modelo financiero a la perspectiva jurídica de la asignación de riesgos mediante el contrato, específicamente vía el análisis de las cláusulas de ajuste de precio en la compraventa de empresas, y de los *covenants* financieros en la financiación de la adquisición. En esencia, el trabajo parte de la distinción entre valoración económica y precio contractual, demostrando cómo el proceso de negociación de clausulado y definiciones condiciona de forma ulterior el resultado del ajuste de precio y el margen de cumplimiento de los *covenants*.

La metodología empleada combina observación teleológica del marco jurídico-mercantil aplicable a las operaciones apalancadas, junto con el análisis de la práctica contractual y de mercado de mecanismos de ajuste, y un modelo conceptual de LBO en aras de ilustrar el impacto económico de dichas definiciones. A modo de aportación, se formula una matriz de coherencia entre SPA, financiación y modelo orientada a la optimización de la seguridad jurídica de la operación.

PALABRAS CLAVE

LBO, M&A, Valoración de empresas, Ajustes de precio, Completion Accounts, Locked Box, MAC/MAE, Covenants financieros y headroom,

ABSTRACT

This Final Degree Project examines the valuation of companies involved in LBO transactions by analysing how the forward-looking projections embedded in a financial model are translated into a legal framework for risk allocation through contract. In particular, it focuses on the purchase price adjustment clauses in M&A transactions, and on financial covenants contained in the financing contracts. The dissertation is grounded on the distinction between economic valuation and contractual price, showing how the negotiation of contractual drafting and key definitions ultimately conditions both the outcome of the purchase price adjustment and the degree of covenant headroom.

The methodology combines a teleological analysis of the corporate law framework applicable to LBO transactions with a review of market practice and contractual techniques for adjustment mechanisms, and a conceptual LBO model to illustrate the economic impact of such definitional choices. As its main contribution, the dissertation proposes a consistency matrix aligning the SPA, the financing package and the valuation model, aimed at enhancing legal certainty and improving risk management across the transaction.

KEY WORDS

LBO, M&A, Business Valuation, Purchase Price Adjustment, Completion Accounts, Locked Box, MAC/MAE, Financial covenants and headroom

LISTADO DE SIGLAS Y ABREVIATURAS

CAPEX: *Capital Expenditures*

CFADS: *Cash Flow Available for Debt Service*

DCF: *Discounted Cash Flow methodology for valuation*

EBIT: *Earnings before interest and taxes*

EBITDA: *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

EqV: *Equity Value*

EV: *Enterprise Value*

DSCR: *Debt Service Coverage Ratio*

FCFF: *Free Cash Flow to Firm*

FCFE: *Free Cash Flow to Equity*

GAAP: *Generally Accepted Accounting Principles*

IFRS: *International Financial Reporting Standards*

LBO: *Leveraged Buyout*

LMA: *Loan Market Association*

MAC: *Material Adverse Change*

MAE: *Material Adverse Effect*

M&A: *Mergers and Acquisitions*

NWC: *Net Working Capital*

SPA: *Share Purchase Agreement*

PE: *Private Equity*

SPV: *Special Purpose Vehicle*

WACC: *Weighted Average Cost of Capital*

INDICE

1	CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN	7
1.1	Planteamiento y justificación de la temática	7
1.2	Objetivos centrales del trabajo de investigación.....	8
2	CAPÍTULO II: ESTRUCTURA Y MARCO MERCANTIL DE UN LBO: CONDICIONAMIENTO DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA.....	9
2.1	Esquema fundamental del LBO: SPV, deuda, equity, garantías y value leakage	9
2.2	Share deal vs Asset deal en adquisiciones financiadas: implicaciones en la valoración de empresas y consecuencias contractuales	13
2.3	El “signing-closing gap”: riesgos, governance y origen de MAC/MAE e interim covenants	16
2.4	*Encaje jurídico-societario en el ordenamiento jurídico español de la operativa de un LBO	20
2.4.1	*Asistencia financiera e impacto en la estructura y garantías de la operación.....	20
2.4.2	*Interés social, deberes de los administradores y protección de los acreedores....	21
2.4.3	*Apunte comparado versus UK/Delaware: enfoque contractual, alternativas e influencia en SPAs internacionales.....	21
2.4.4	*Resolución de disputas: el tercero experto independiente, plazos y requisitos de la prueba	21
2.5	*Ampliación de la comparativa versus UK/Delaware: enfoque jurisprudencial, contractual y práctica de mercado	21
2.6	*Interacción con el régimen de declaraciones y garantías/indemnidades: la frontera del precio contra la responsabilidad	21
3	CAPÍTULO III: VALORACIÓN EN EL CONTEXTO DE LA LBO: LA TRASLACIÓN DEL MODELO FINANCIERO AL SPA.....	21
3.1	Enterprise Value vs Equity Value: nexo de unión	21
3.2	Métodos de valoración y su conjunción con el LBO: DCF, Trading Multiples, Precedent Transactions, NAV	24
3.3	El LBO model como herramienta de análisis de consistencia: drivers, sensibilidades y determinación de covenant headrooms	29
3.4	Trasposición de puntos de fricción al clausulado de la operación.....	33
3.4.1	El Net Debt y instrumentos “debt-like” (arrendamientos, factorings, earn-outs)..	33
3.4.2	El Net Working Capital (peg, seasonality y one-offs)	34
3.4.3	EBITDA y add-backs: el impacto global del plano de valoración, plano del precio y plano de la financiación	35
4	CAPÍTULO IV: PRECIOS Y AJUSTES EN EL SPA – ARQUITECTURA, INCENTIVOS Y LITIGIOSIDAD.....	39
4.1	Función de los mecanismos de ajuste de riesgo: asignación y traslación del riesgo, información y control de los gaps contractuales	39
4.2	Las estructuras de completion accounts versus closing accounts:	42

4.2.1	Diseño del mecanismo: balance de cierre, políticas contables, materialidad y perímetro legal.....	42
4.2.2	El rol del leakage versus el permitted leakage: las garantías interinas y reporting	43
4.2.3	Quiebra del locked-box: asimetría de información, volatilidad, carve-outs y cash flows	44
4.2.4	El precio contingente y su impacto en creación/destrucción de eficiencia mercantil	45
5	CAPÍTULO V – COVENANTS FINANCIEROS EN LAS OPERACIONES LBO: CONTROL SOBRE EL VALOR Y SOBRE EL PRECIO DE LA DEUDA	47
5.1	Función económica y contractual del clausulado de covenants en operaciones LBO: relevancia e impacto en valoración.....	47
5.2	La prevision del equity cure: mecánica, efectos sobre métricas y debate sobre su materialidad	49
5.3	Covenant headroom, testing y negociación frente a lender: los incumplimientos contractuales, waivers y amendments.....	50
6	CAPÍTULO VI – TESIS CENTRAL Y CONCLUSIONES	53

1 CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

1.1 Planteamiento y justificación de la temática

Las LBO constituyen uno de los fenómenos contractuales y financieros más exigentes del derecho mercantil contemporáneo: concentran, en un mismo espacio transaccional, la valoración de empresas, la ingeniería de precio en contratos de SPA, la gestión del riesgo entre firma y cierre, y la articulación de financiación sindicada o privada mediante pactos de *covenants* financieros. Dicha confluencia no es meramente interdisciplinar, sino estructural, pues la valoración no se agota en el número económico del EV, sino debe traducirse en el precio contractual exigible del EqV, capaz de soportar incertidumbre de rendimiento, asimetrías de información y contingencias crediticias que condicionan la sostenibilidad de la estructura de capital y continuidad del negocio.

La relevancia jurídica del tema reside en que el contrato no se limita a reflejar el valor: lo crea, lo preserva o lo destruye en función del diseño de sus definiciones y mecanismos. En particular, los mecanismos de ajuste de precio representan tecnologías de asignación de riesgo que alteran incentivos y determinan el coste probatorio *ex ante* y la litigiosidad *ex post*. Paralelamente, la financiación apalancada incorpora un paquete de *covenants* que no solo disciplina al deudor: configura derechos contingentes de control, produce información verificable y forma dinámicamente el coste del capital ajeno. En suma, el LBO evidencia un principio central: la eficiencia mercantil no depende únicamente de la racionalidad económica del *deal*, sino de la coherencia de su arquitectura contractual.

Este trabajo se justifica por una constatación práctica que constituye su hilo conductor: en numerosas operaciones, la rotura del *deal* no se produce por ausencia absoluta de valor intrínseco, sino por inconsistencias entre los instrumentos contractuales que lo implementan. Es frecuente que el SPA defina magnitudes con un perímetro, un momento temporal y unas políticas contables distintas de las utilizadas en el contrato de financiación o en el modelo de valoración. Esta divergencia, que puede parecer formal, tiene consecuencias materiales.

1.2 Objetivos centrales del trabajo de investigación

El objetivo principal de este trabajo consiste en analizar, de forma integrada, cómo se articula la valoración de empresas en el contexto de una LBO y cómo esa valoración se transforma en precio contractual mediante el diseño del SPA, así como su interacción con la financiación *leveraged*. Para ello, el trabajo persigue, en primer lugar, reconstruir con precisión el tránsito desde el *EV* hasta el *EqV*, identificando los puntos de fricción técnico-jurídicos que emergen cuando magnitudes aparentemente financieras (como *Net Debt*, *Cash*, *NWC* o *EBITDA*) pasan a convertirse en definiciones contractuales determinantes del precio final y del reparto de riesgo entre comprador y vendedor.

En segundo término, se pretende examinar los mecanismos de ajuste de precio y estructuras de determinación del precio en el SPA (*completion accounts*, *locked box*) no como categorías descriptivas, sino como arquitecturas de incentivos y control de información. El interés no radica únicamente en su funcionamiento, sino en su capacidad para gobernar el coste probatorio, modular la litigiosidad y preservar el valor esperado durante el intervalo temporal entre firma y cierre. En esa misma línea, el trabajo se propone estudiar el *signing-closing gap* como espacio donde el contrato deja de ser una simple fijación de precio y se convierte en gobernanza del riesgo, abordando el papel de MAC/MAE e *interim covenants* en la protección del valor, así como su solapamiento o complementariedad con ajustes de precio, *leakage regimes* y el régimen de declaraciones y garantías/indemnidades.

Finalmente, se busca aportar una contribución metodológica aplicada: proponer un marco operativo para evaluar la ejecutabilidad económico-jurídica de la operación, entendido como la capacidad de que el precio, el cumplimiento crediticio y el modelo se sostengan bajo el mismo conjunto de supuestos verificables y bajo un régimen de prueba eficiente. La intención es desplazar el análisis desde el plano puramente conceptual al plano de la práctica transaccional: identificar qué evidencias deben producirse, cómo deben estructurarse los *reporting packs* y qué pruebas de consistencia deben incorporarse al modelo para anticipar puntos de ruptura, reducir el coste probatorio y preservar el valor esperado, con un estándar equivalente al de la práctica de mercado en operaciones LBO.

2 CAPÍTULO II: ESTRUCTURA Y MARCO MERCANTIL DE UN LBO: CONDICIONAMIENTO DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA

2.1 Esquema fundamental del LBO: SPV, deuda, equity, garantías y value leakage

El concepto de adquisiciones apalancadas (*leveraged buyout*, LBO) se encuentra principalmente caracterizado por la presencia de una sociedad objetivo (*target*) mediante una estructura en la que la mayor parte del precio se financia vía deuda, principalmente sustentada por la capacidad futura de generación de flujos de caja del negocio adquirido para que ello actúe como la principal fuente de repago (si bien existen vías alternativas de creación de valor que se expondrán posteriormente). Esencialmente conviene remarcar las notas intrínsecas de un LBO, entre las que destaca el elevado apalancamiento¹ inherente y dependencia de las proyecciones financieras, lo que convierte a la LBO en un supuesto paradigmático de la traslación de la valoración económico-financiera al plano jurídico contractual. Indudablemente, ello constituye una operación de compraventa de la empresa *target* en la que el reparto y traslación de riesgos, junto al elevado rigor de disciplina contractual exigido adquiere un papel determinante: en sí, la arquitectura societaria y financiera no se sostiene desde una perspectiva neutral, sino que más bien condiciona el diseño del contrato de compraventa (SPA), el proceso de negociación de las condiciones de cierre, y de la configuración de los términos de la financiación.

Desde un punto de vista estructural, la adquisición mediante LBO suele articularse a través de las denominadas sociedades vehículo (*SPV*) que se encuentra controlada por el inversor (usualmente, un *private equity fund*) por fuera de su balance contable en aras de aislar el riesgo y las responsabilidades derivadas de la compraventa. Dicha SPV materializa la concentración de la titularidad del *buy-out*, concreta la ordenación del gobierno corporativo de la sociedad *target*, y en sí, canaliza la estructura de capital desplegada en términos porcentuales de deuda y *equity* para el pago del precio. Podemos por tanto afirmar que el *equity* aportado por el inversor o *private equity fund* despliega una serie de funciones críticas: la representación de reclamaciones generales y subordinadas a los *lenders* de deuda sobre los activos generales de la empresa; la asunción del teóricamente ilimitado potencial *upside* derivado de la revalorización del *equity*; la alineación de incentivos entre el *management* y los *shareholders*, reduciendo los denominados costes de agencia; y, en última instancia, en su papel como amortiguación

¹ MOOIJ, R.A.; *Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions*, IMF Staff Discussion Note SDN/11/11, 3 May 2011, pp. 9-12.

frente a las plausibles desviaciones con respecto a las proyecciones financieras, y como variable crucial de negociación frente al *lender* (por ejemplo, mediante *equity cures* o aportaciones adicionales en escenarios de *lock-up* o *default*).

En el otro extremo, la deuda es el principal centro operativo dentro de la LBO. La presencia de la deuda incrementa el *leverage* y, por ende, el retorno esperado sobre el *equity* (ROE) a la par que incorpora un régimen de control del riesgo mediante el contrato de financiación, especialmente vía la articulación de *covenants* financieros (a nivel tanto positivo como negativo, en el plano absoluto y relativo), restricciones, y obligaciones contractuales de información. Dicha financiación de la deuda, dependiendo mayoritariamente del perfil de la sociedad target, suele estructurarse en diversos *tranches*² según su prioridad de repago y relación con activos ante garantías por impago (*senior secured*, *senior unsecured*, *junior debt*, *mezzanine*, o con componentes de *high yield*), si bien bajo el imperativo de una característica común: la pretensión de disciplina sobre (i) el nivel, ámbito, extensión y circunscripción del apalancamiento, (ii) sobre el rango de rigidez acerca de la preservación de activos y de la caja, y (iii) la determinación acerca de la capacidad de reacción ante deterioros repentinos de *performance* financiero (los denominados *covenant headrooms*). En sí, el alto nivel de *leverage* obedece a la minimización del *outflow* inicial por parte de la sociedad adquirente y a la maximización de la rentabilidad de la inversión³ siempre que la tasa de retorno de los flujos de caja futuros descontados al valor presente sea mayor al coste de la deuda minorado por el denominado *tax shield* por la deducibilidad fiscal de los gastos financieros.

Otro de los caracteres principales de las LBO es la vocación puramente temporal de la inversión: en sí, se establece un horizonte temporal normalmente situado entre los cinco y siete años en los cuales se pretende implantar estrategias de *value creation* tales como recapitalizaciones para el reparto de dividendos, creación de sinergias y mejoras operativas, junto a finalmente la desinversión⁴ vía un *private placement* de las participaciones, o bien con una *IPO*.

² CUATRECASAS, *Legal trends in financing in Spain*, Octubre 2025, pp. 11-13.

³ PÉREZ LÓPEZ, ÁNGEL y ÁLVAREZ COUSO, IGNACIO, “Acquisition Finance: Banking Finance and Capital Markets”, en *Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas*, 4.ª ed., Aranzadi-La Ley, 2024, pp. 154-155.

⁴ KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. “Leveraged Buyouts and Private Equity”. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n.º 1, 2009, pp. 128-130.

Mediante dicha lógica tiendo a enfatizar por qué la negociación de las definiciones (cómputo del EBITDA y ajustes de normalización⁵ contable, *Net Debt*, *CFADS*, *Debt Service*, *NWC*, *Restricted Cash...*) es, en esencia, la parte más determinante del contrato e incluso de mayor relevancia que las propias ratios nominales pactadas.

En coherencia con lo anterior, y siguiendo a Javier García de Enterría Lorenzo-Velázquez⁶, “*la incertidumbre consustancial a la fijación del precio de adquisición de cualquier empresa, junto a la acusada situación de asimetría informativa en la que tienden a encontrarse vendedor y comprador, justifican que los contratos de adquisición de empresa se presenten desde una perspectiva económica fundamentalmente como instrumentos de asignación de riesgos*”.

En esencia, los riesgos intrínsecamente más presentes en dichas operaciones LBO son los derivados de la irreductible denominada “asimetría informativa”, que refiere a la desigualdad en cuanto a nivel cuantitativo y cualitativo de la información que contiene la empresa *target* con respecto a estados financieros, posición estratégica, estado cíclico del negocio; frente a la posición de la sociedad adquirente que en nuestro contexto primariamente obtiene los documentos de la *due diligence*⁷ durante el procedimiento de negociación de la adquisición. Del pilar de la asimetría informativa derivan ineludiblemente sendas herramientas de “equilibrio de poderes” que balancean las posiciones de ambas partes, existiendo a nivel general ejemplo tales como las garantías y mecanismos de control del tipo “*value leakage*”.

Precisamente, en las operaciones de compraventa apalancada (LBO), el denominado como “*security package*” conlleva una función que excede de forma sistemática la mera hipótesis de preferencia de cobro en caso de incumplimiento. La naturaleza y ámbito de aplicación material de dichas garantías fuerzan a que en la práctica del mercado de financiación de *M&A*, la disyuntiva de estos mecanismos apele a la disciplina y equivalencia de poder *inter-partes* y opere como protección a doble nivel: *ex-ante*, como parte del diseño de control del riesgo y de mantenimiento de valor que sostendrá la proyección y estabildades de los flujos de caja futuros que han de soportar el servicio de la deuda comprometido; y *ex-post*, mediante los denominados mecanismos

⁵ S&P GLOBAL RATINGS: “EBITDA Addback Study Shows Increased Debt Projection and Leverage Misses”. S&P Global Ratings, 2026.

⁶ GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, Javier. “Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas”. 4ª ed.:Aranzadi-La ley, 2024, pp.68-70.

⁷ ICAEW (Corporate Finance Faculty), *Financial due diligence guideline* (2024), pp. 3-6.

de ajuste de precio, que serán desarrollados posteriormente y acontecen entre el momento de firma del contrato de compraventa y el momento de cierre vía la transmisión efectiva de la unidad de negocio, destacando el cierre mediante *Completion Accounts Mechanism*, donde tras el procedimiento de *due diligence* a nivel de modelo de valoración, financiero, legal, tributario y técnico, se procede a la determinación de un *Enterprise Value* estático, tras la implícita determinación de un método de modelo de valoración (ya sea por *DCF*, por múltiplos, por comparables o por *NAV*) en base a los estados financieros e información disponible hasta el preciso momento de ratificación del SPA, siendo el *equity value* ajustado posteriormente tomando como referencia la información real disponible hasta el cierre de la transacción⁸; y mediante el *Locked Box Mechanism*, fundamentado en la fijación de un precio de compra inamovible desde la fecha referenciada como *locked box date*, siendo posteriormente la modificación del precio únicamente justificada mediante causas imputables a extracciones de valor no permitidas (*leakages*)⁹.

Dichos *value leakages* describen la extracción de valor económico desde el perímetro adquirido hacia el vendedor o partes vinculadas de forma que inquebrantablemente debilita el valor que se pretendía adquirir, adquiriendo una lógica transversal a lo largo del universo de las LBO: si el repago del servicio de la deuda depende de la capacidad y estabilidad de la generación de *cash flow* de la sociedad *target*, cualquier transferencia que reduzca dicha caja, disminuya la masa de activo patrimonial o aumente el pasivo ineludiblemente resulta por erosionar de forma simultánea tanto el *equity value* comprometido, como el valor del colateral subyacente como garantía de la deuda. Es el caso, por ejemplo, de la realización de actos u operaciones extraordinarias tales como repartos de dividendos, transmisión o adquisiciones de activos, pagos o deudas superiores a los umbrales determinados¹⁰.

El punto del *value leakage* no es meramente contable, sino más bien referido a la asignación y traslación del riesgo, en tanto que la sociedad vehículo (SPV)¹¹ paga un precio estipulado asumiendo un estado económico esperado, y es el acreedor el que

⁸ YI, A.; MAZUR, A. y BATRA, S., “To lock or not to lock? An introduction to the locked box closing mechanism”, PwC, 2021, p. 3.

⁹ FERRERO ÁLVAREZ-CEDRÓN, G. y MUSSIO GONZÁLEZ, A., “El ajuste de precio en un contrato de transferencia de acciones”, *Themis Revista de Derecho*, vol. 84, 2023, p. 205.

¹⁰ GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, Javier. “Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas”. 4ª ed.: Aranzadi-La ley, 2024, pp.68-70.

¹¹ FERNÁNDEZ TORRES, I., “Special purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español”, *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 163, 2021, p. 98.

financia sobre dicho perfil de riesgos, de modo que ante dicha disyuntiva, se presenta una clara distorsión del equilibrio. No obstante, en las LBO el control del *value leakage* opera en un doble plano: con respecto a la financiación, mediante la inclusión en *debt covenants* y restricciones de pagos y transferencias de valor (endeudamiento adicional, “*restricted payments*”...) en aras de evitar el deterioro del perfil de servicio de la deuda, siendo justificadas como mecanismo de control¹² del riesgo de crédito; y de otro lado, en el plano del SPA, en estructuras *locked boxed* mediante un restrictivo listado *numerus clausus* de *permitted leakage*, con excepciones y umbrales; en estructuras de *completion accounts*, a través de la lógica del ajuste en el *signing-closing gap* vía *Net Debt*, caja, *working capital*, donde las extracciones de valor se capturan de forma indirecta mediante dichos ajustes.

2.2 Share deal vs Asset deal en adquisiciones financiadas: implicaciones en la valoración de empresas y consecuencias contractuales

El planteamiento inicial del que partimos es que en operaciones de *leveraged finance*, la compraventa de empresas puede realizarse bien de forma directa, bien de forma indirecta. Precisamente, la alternativa entre la compraventa de las acciones/participaciones (*share deal* mediante SPA), o la compraventa de activos y pasivos (*asset deal*) no constituye una decisión meramente estructural, sino el punto de partida de la LBO con efectos directos sobre: el perímetro económico abordado sobre el que versa la valoración financiera; la delimitación y tipología de riesgos asumidos (contingencias y pasivos fuera del balance); y la forma de articulación del cierre con impacto directo en la viabilidad de la operación en cuanto a condiciones de financiación y estructura de las garantías. Esta dicotomía se refleja ineludiblemente en la práctica de mercado: la compra de acciones suele representarse como la vía más directa en tanto que el objeto adquirido son los propios títulos de la sociedad como reflejo del capital social, adquiriendo de forma indirecta, pues lo que varía es la propiedad de la sociedad¹³; mientras que en los *asset deals* se conjugan reglas de transmisión propias de cada activo y pasivo por vía adquisición directa, pudiendo ser asilados de forma individual¹⁴.

Desde el prisma del riesgo, el *share deal* (generalmente, de mayor simplicidad) tiende a implicar la adquisición por parte del LBO *player* de la sociedad *target*, con todos los activos y pasivos, ya sean conocidos o latentes; mientras que el *asset deal* puede

¹² JENSEN, Michael C. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *American Economic Review*, 1986, pp. 323–329.

¹³ FERRADA, E. y SÁNCHEZ-TERÁN, S., “Compraventa con sucesión universal”, 2011, p. 236.

¹⁴ IBA, *Spain Negotiated M&A Guide 2022*, “Structure of the transaction”, pp. 1–2

realizarse a través de la adquisición de un equivalente a una participación mayoritaria a través de la traslación de la titularidad del activo y pasivo transferido seleccionado individualmente. No obstante, esta ventaja aparente relativa a la selección del elemento patrimonial se va a ver matizada por la complejidad de la transmisión y perfeccionamiento de cada activo/contrato; y por la latente necesidad de consentimiento¹⁵. Por lo tanto, podemos asegurar que, en la LBO, *share vs asset deal* es una decisión que ulteriormente afectará de forma sustancial a la consistencia entre el puente de valoración del *equity value* al *enterprise value*; a los mecanismos de ajustes de precio; y a las condiciones y delimitación de la financiación al fijar las garantías, *covenants* y perímetro intra-grupo si existiere. Uno de los determinantes últimos lo constituye el régimen de responsabilidad, pues mientras que en el *share deal* el comprador se encuentra bajo el paraguas del principio de limitación de responsabilidad de sociedades capitalistas, en el *asset deal* de forma indirecta la *SPV* se expone a pasivos ocultos latentes.

En el supuesto de *share deals*, la transacción principalmente se articula mediante un *SPA* sobre los títulos societarios. En términos de modelo y valoración financiera, ello nos permite conectar de forma especialmente esquemática e ilustrativa la derivación del *enterprise value* al *equity value*, principalmente debido a que la sociedad *target* mantiene su perímetro patrimonial: en sí, se procede a la adquisición del vehículo societario que contiene el negocio, y el precio¹⁶ se define típicamente en virtud de un pseudo *equity price* procedente de un *EV* ajustado por el *Net Debt*, por la caja y por las inversiones financieras a corto plazo, así como por el *NWC* y por la presencia de las denominadas *non-controlling interest participations*. Dicho ajuste conceptual de facto no procede a la eliminación del riesgo: la sociedad adquirente sigue asumiendo contingencias y pasivos latentes, lo que fuerza a la realización de un procedimiento de *due diligence* más extenso, minucioso y de mayor alcance, junto a un régimen más rígido e inflexible con respecto a las declaraciones y garantías/indemnidades.

De otro lado, en los supuestos de *asset deals*, el sentido del objeto de la valoración se desplaza: ya no nos encontramos el centro gravitacional del modelo financiero en la consideración de la sociedad como unidad, sino en los activos y pasivos transmitidos y en su capacidad de constituir una unidad productiva autónoma “*going-concern*”, si es lo

¹⁵ HERRERA MARTÍNEZ, ANTONIO, “El contrato de compraventa de activos”, en Quetglas (dir.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 4.ª ed., Aranzadi-La Ley, 2024, pp. 413–418.

¹⁶ HARRISON, C., “Make the deal: Negotiating Mergers & Acquisitions”, Bloomberg BNA, New Jersey, 2016, p. 67.

pretendido. En este régimen, el perímetro económico es más moldeable y adaptable, en tanto que existe la posibilidad de exclusión de activos no esenciales o residuales, de inmuebles, de pasivos derivados de litigios... de modo que la ventaja más clara es la posibilidad de selección individualizada de bienes, derechos y pasivos asumidos, dentro del principio de especialidad con algunas excepciones, tales como las derivadas obligaciones laborales y de la seguridad social por el art. 44 ET, pues donde se transmite una unidad económica que mantiene la identidad¹⁷, la lógica de la subrogación opera *ope legis* en determinadas relaciones; o por las obligaciones tributarias procedentes del art. 42.1.c) LGT.

Por lo tanto, podemos asegurar que la selección entre *share deal* o *asset deal* radica en la premisa de que, si el perímetro y alcance de la operación LBO es más amplio de lo previsto o varía, los *drivers* de los *cash flows* futuros cambian, y en consecuencia impactará a la capacidad del servicio de la deuda (con ello, la habilidad de cumplimiento del DSCR *covenant*), el balance en el momento de cierre del *Net Debt*, y la base de cálculo del FCFE a descontar a valor presente. Por lo tanto, el *share deal* proporciona una relación mucho más directa entre *EV* y *EqV*; mientras que el *asset deal* exige un mayor cuidado en la *due diligence*, en la definición del perímetro contable, en la parametrización de partidas subrogadas del *working capital*, y de incorporaciones al precio de las posibles fricciones acontecidas en la transmisión (formalizaciones por elevación a público, transferencia de licencias, cesión o novación contractual...); es decir, desplaza los riesgos desde la delimitación de la sociedad al ámbito de la unidad transmitida, pero no acaba por depurar responsabilidades especialmente por la conjugación de reglas de subrogación¹⁸.

En síntesis, la estructura elegida condicionará la financiación de la compraventa en tres planos: en primera instancia, en relación con el perímetro del grupo y naturaleza de los colateral, en *share deals*, la garantía se suele articular sobre el derecho de prenda real con respecto a las acciones/participaciones de la sociedad *target*, y sobre los flujos futuros, mientras que en *asset deal* el colateral se enfoca mayoritariamente en garantías reales sobre el propio activo seleccionado; en segunda instancia, en cuanto a los tiempos y condiciones de la transacción, principalmente cuando el *asset deal* requiere de

¹⁷ STJCE 11 de marzo de 1997, *Süzen*, ap./FJ 13, y STJCE 10 de diciembre de 1998, *Hernández Vidal*, ap./FJ 26.

¹⁸ MARTÍN FLÓREZ, LOURDES, “La sucesión de empresa. Reflexiones sobre la significativa y esperada reforma del artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n.º 1, enero 2002, pp. 27–29.

consentimientos y formalizaciones, la propia financiación tiende a reflejarlo mediante la inclusión de mecanismos como *long stop dates*; y en tercera instancia, en relación con los límites mercantiles y asistencia financiera, el *share deal* puede activar con mayor intensidad la cláusula de prohibición de asistencia financiera, lo cual no actúa de la misma forma en los supuestos de *asset deals*.

Por lo tanto, en un LBO, el *share deal* tiende en la medida de lo posible a priorizar y maximizar la continuidad y simplicidad de la compraventa, si bien eleva la importancia y rigurosidad del régimen de garantías, indemnidades y análisis de posibles contingencias; mientras que el *asset deal* permite una mayor modulación del perímetro económico, pero encierra un aumento de la fricción de cierre por el régimen expuesto de subrogación. En ambos supuestos, el efecto final acaba por incidir en la consistencia entre la valoración del modelo financiero; el precio derivado y los ajustes; y los mecanismos de financiación y *covenants*.

2.3 El “signing-closing gap”: riesgos, governance y origen de MAC/MAE e interim covenants

En la práctica de mercado de las LBO, el término “*signing-closing gap*” alude al intervalo de tiempo intermedio entre la firma del contrato de compraventa de la sociedad *target* (*SPA*), y la transmisión efectiva de la empresa o de los títulos representativos (*closing*). La presencia y duración de dicho gap no es asunto baladí ni contingente; responde a la imposición del requerimiento de cumplir condiciones suspensivas cuya satisfacción precisa de coordinación y tiempo¹⁹ (a modo de ejemplo, consentimientos de terceros como *lenders*, autorizaciones regulatorias o de competencia, compraventa condicionada a refinanciación previa de la deuda...). Dicha fase interina introduce una particular problemática jurídico-económica: a la vigencia del “*signing-closing gap*”, la sociedad adquirida sigue siendo gestionada por la parte vendedora, si bien el *PE fund*, canalizado por la *SPV* ya ha asumido, al menos parcialmente, una exposición contractual²⁰ y traslación de riesgos relevante dado el papel central de la autonomía de voluntad de las partes en el derecho mercantil español (asunción de *sunk costs*, riesgos *off-balance sheet* o relativos a la industria...). Precisamente, es la ulterior necesidad de abanderar esta zona temporal, la que explica el desarrollo de una microestructura

¹⁹ GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, Javier. “Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas”. 4ª ed.:Aranzadi-La ley, 2024, pp.71-72.

²⁰ MARCOS, F., “Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014”, IE Law School, Working Paper, AJ8-228, Madrid, 2015, p. 11.

contractual para el *governance* de dicho periodo: la mecánica de los *interim covenants*, obligaciones de información y, en su caso, vía cláusulas MAC/MAE.²¹

La identificación ordenada de los riesgos del *gap* es de extrema relevancia en tanto que permite comprender la lógica subyacente de los mecanismos de MAC/MAE e *interim covenants* como instrumentos²² centrales de reasignación del riesgo en cuatro planos: (i) riesgo de valor por el deterioro material del *EqV*, ya sea debido a factores exógenos o endógenos; (ii) por el riesgo de conducta, pues el vendedor conserva el control de gestión y capacidad de toma de decisiones con impacto directo en *equity* o balance (dividendos, *debt drawdowns*, *asset disposals*, CAPEX inesperado...), que cristaliza en la diligencia de gestión atendiendo al curso ordinario, y en la exigencia de autorización por parte del comprador en determinados contextos; (iii) por riesgo de asimetría de información²³, amplificado en prolongados *gaps*, lo cual justifica obligaciones de *reporting* actualizado, derecho de acceso o actualización de sucesos relevantes, y mecanismos de reacción contractual; (iv) riesgo regulatorio y límites de *governance* como tensión estructural, pues el comprador pretende proteger el valor durante el *gap*, pero no puede en ciertos casos ejercer control efectivo si la operación se encuentra sujeta a límites impuestos por el Derecho de la competencia, evitando que la coordinación pre-cierre resulte en un control anticipado.

Relativo al *governance* del *gap*, usualmente tiende a articularse en dos niveles; de un lado, vía la inclusión de la obligación de diligencia de ordenación atendiendo al estándar de curso ordinario (*ordinary course covenant*), por la cual el vendedor se obliga a preservar el funcionamiento empresarial esperable y capturado en la valoración hasta el cierre, permitiendo la estabilización del valor y reduciendo probabilidad de contingencias o cambios de política contable que incidan en los FCFF, en el WACC por alteración del riesgo intrínseco del negocio, o en la caja; de otro lado, mediante la configuración de prohibiciones y actos sujetos a autorización (*reserved matters*), como listado de actos no ejecutables sin consentimiento de la sociedad adquirente, tales como distribuciones de dividendos, transmisiones o adquisiciones de activos, o incremento del *leverage* más allá de umbrales acordados.

²¹ HERNANDO CEBRIÁ, L., “El contrato de compraventa de empresa”, Valencia, 2005, pp. 348-349.

²² SUBRAMANIAN, Guhan. “Deals in the Time of Pandemic”. *Harvard Law School / Journal publication*, 2020, pp. 9-18.

²³ MOYA VELASCO, J. J., “Información asimétrica en los contratos de compraventa de empresas”, Anuario jurídico Villanueva., n.o VI, 2012. p.192.

Dicha gobernanza contractual es especialmente relevante en las operaciones LBO, pues los *debtholders* tienden a exigir que la sociedad *target* no sufra desviaciones significativas en relación con su estructura financiera antes del cierre: el *signing-closing gap* es, por extensión, un espacio donde un deterioro de las condiciones del negocio impacta directamente en el modelo, en la valoración financiera, en la disponibilidad y capacidad de endeudamiento, y en el *covenant headroom*.

En este escenario, cobra especial relevancia la naturaleza y funcionamiento de las cláusulas MAC/MAE (*Material Adverse Change/Effect*), como recurso que permite la resolución, renegociación o revalorización durante el *gap* ante cambios adversos relevantes. En la práctica contemporánea, las MAC/MAE pueden materializarse como un auténtico cauce contractual autónomo, o bien como un derecho de opción ejercitable con valor añadido para el *LBO player*. Asimismo, dichas cláusulas se configuran como una palanca de reasignación del riesgo²⁴: ante un deterioro cualificado del valor, tanto sustancial como imprevisible, la sociedad compradora, dependiendo del alcance y delimitación de los términos, ajustar el precio o bien desistir de la operación. Doctrinalmente se argumentan dos premisas como base arquitectónica mercantil de las MAC/MAE: de una instancia, que pueden referirse tanto a riesgos exógenos o del entorno macro²⁵ (como colapso económico general, financiación especialmente desfavorable por los tipos de interés...) como a riesgos endógenos o relativos a la empresa en concreto (mayor coste del *equity* por mayor *spread* asociado a mayor probabilidad de *financial distress*, un mayor nivel de riesgo sistemático no mitigable por diversificación...).

A nivel jurisprudencial, el análisis de las cláusulas MAC/MAE nos matiza que la exigencia de la condición de materialidad²⁶ cristaliza en la producción de un cambio, relevancia de éste y la existencia de un impacto significativo en la capacidad de cumplimiento de obligaciones contractuales (especialmente, de repago), no atribuible a una causa meramente temporal sino prolongada en el tiempo, y empleando como base la información financiera procesada durante la *due diligence* y condiciones esperadas o

²⁴ FENOLLAR GONZÁLEZ, MARÍA, “Las cláusulas MAC...”, *Anuario Facultad de Derecho – Universidad de Alcalá*, XII (2019), pp. 197-199.

²⁵ GILI SALDAÑA, M., “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas (MAC clauses in business purchase agreements)” *InDret*, vol.1, 2013, p.6.

²⁶ AAVA, O., “Risk allocation mechanisms in merger and acquisition agreements”, *Helsinki Law Review*, n.o 2, vol. 4, 2010, p. 36.

esperables al término del *signing-closing gap* atendiendo al *ordinary course covenant*²⁷. No obstante, la sociedad *target* tratará de protegerse de riesgos exógenos mediante la redacción lo más detallada posible o vía listado *numerus clausus* configurados como *MAC exceptions*, usualmente relativas a cambios normativos, de situación económica o sectoriales que no facultarían a la *SPV* a la resolución de la compraventa.

Desde otro prisma, aunque ambos mecanismos protejan al comprador en el *gap*, es crucial diferenciar MAC/MAE de los *interim covenants*, en tanto que operan sobre objetos distintos. Realizando un ejercicio de analogía, si los MAC/MAE responden al motivo último de la alteración material de la valoración financiera, a la condición de cierre o base de terminación²⁸, los *interim covenants* responden al cómo derivar la conducta de *management* durante el *gap*, preservación del curso ordinario y limitación de decisiones extraordinarias. En términos de contenido, en la práctica de mercado ambas convergen en que durante el periodo interino, la dirección y administración sigue llevándose por el vendedor, lo que explica la introducción de compromisos de gestión ordinaria reforzados con restricciones y mecanismos de coordinación, tales como límites al endeudamiento, CAPEX o disposiciones de activos; obligaciones de información para evitar la ya citada asimetría; rigidez del *ordinary course covenant*; y prohibición de distribuciones. En conjunto, podemos subrayar la tesis de que, en la práctica moderna, la infracción general de la obligación de curso ordinario puede de facto operar como vía autónoma de terminación²⁹, incluso cuando la discusión sobre la MAC/MAE sea más incierta o litigiosa, demostrando que la protección del *EqV* se configura por una combinación de *covenants* en diversos planos³⁰.

Cuando el riesgo del *gap* se materializa, el SPA tiende a prever una gradación de respuestas³¹: renegociación del precio, ajuste estructural de términos de la compraventa, extensión de plazos o terminación *walk-away*, incluso con fórmulas como el *reverse termination fee* según diseño del *deal*. La hipótesis esencial se apoya en la arquitectura del precio: si se emplea un mecanismo *locked-box* fundando en estados financieros

²⁷ CRAVATH, SWAINE & MOORE LLP. “Ordinary Course Covenants in U.S. Merger Agreements (Legal 500 M&A Guide – Hot Topic)”. Cravath, 2022, pp. 2-5.

²⁸ Debevoise & Plimpton, “English High Court Interprets Material Adverse Change Clause” (client update), pp. 1–2.

²⁹ GIMENO BEVIÁ, V., “Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa”, cit., pp. 187-224.

³⁰ SKADDEN, “Analyzing Akorn: Delaware’s First M&A Termination Under Material Adverse Effect”, pp. 2–3.

³¹ REDONDO, C., “¿Cuáles son las limitaciones legales aplicables al ajuste de precio en los contratos de compraventa de empresas?”, Araoz & Rueda, 2019.

previos, el comprador asumirá el riesgo económico desde la fecha de referencia; mientras que en *completion accounts*, el riesgo será desplazado en el cierre efectivo, siendo en ambos supuestos el *signing-closing gap* el espacio en el cual se releva si el contrato efectivamente gobierna sobre el valor adquirido. Su gestión, por tanto, exige coherencia entre mecanismos de precio, MAC/MAE e *interim covenants*, *covenants* financieros y estructura de financiación, en tanto que el deterioro interno puede simultáneamente erosionar el *EqV* y alterar el perfil de riesgo del *debtholder*.

PRIMER NIVEL DE CUADRO DE CONSISTENCIA: MECANISMOS DE PRECIO, INTERACCIÓN EN SIGNING-CLOSING GAP CON MAC/MAE E INTERIM COVENANTS		
Variable analizada	Locked Box Mechanism	Completion Accounts Mechanism
Momento económico de asunción del riesgo	La SPV asume el riesgo económico desde la fecha fijada (control de valor hasta el closing)	Riesgo económico equilibrado ex post mediante ajuste al cierre (Net Debt/NWC/Cash), mitigando el gap
Sensibilidad del deal al gap	Alta: a mayor duración, mayor exposición a leakages y deterioro de valor	Media: Desviaciones de balance capturadas en ajuste, con relevancia del perímetro y one-offs
Rol del MAC/MAE	Especialmente relevante como mecanismo de salida por destrucción de valor sin corrección en precio	Papel relativizado, el ajuste absorbe el impacto a priori, por lo que relegado a impactos cualificados
Governance del gap	Necesidad de mecanismos de seguimiento (comités, reporting), sin incurrir en control anticipado	Presión menor de control si el ajuste del bridge EV a EqV se encuentra correctamente delimitado
Punto de litigiosidad/disputa	Definiciones de leakage y permitted leakage; prueba y cuantificación; ámbito del MAC/MAE	Política contable; método de cálculo de la valoración y múltiplos; normalizaciones y ajustes; clasificación “debt-like”
Interacción con financiación LBO	Mayor riesgo de tensión con SPA: riesgo de precio estático aumenta presión sobre covenants y headroom	Ajustes delinean una mejor alineación con modelo, pero si las definiciones del SPA ≠ covenants, fricción clave

Fuente: Elaboración propia

2.4 *Encaje jurídico-societario en el ordenamiento jurídico español de la operativa de un LBO

2.4.1 *Asistencia financiera e impacto en la estructura y garantías de la operación

- 2.4.2 *Interés social, deberes de los administradores y protección de los acreedores
- 2.4.3 *Apunte comparado versus UK/Delaware: enfoque contractual, alternativas e influencia en SPAs internacionales
- 2.4.4 *Resolución de disputas: el tercero experto independiente, plazos y requisitos de la prueba
- 2.5 ***Ampliación de la comparativa versus UK/Delaware: enfoque jurisprudencial, contractual y práctica de mercado**
- 2.6 ***Interacción con el régimen de declaraciones y garantías/indemnidades: la frontera del precio contra la responsabilidad**

**Nota: En relación con los apartados 2.4, 2.5 y 2.6: a pesar éstos de hallarse incluidos en el índice y temática a abordar en el presente TFG, debido a la limitación de la extensión máxima y con autorización de mi tutor académico, Bruno Martín Baumeister, se ha procedido a que sean únicamente planteados y no desarrollados en plenitud.*

3 CAPITULO III: VALORACIÓN EN EL CONTEXTO DE LA LBO: LA TRASLACIÓN DEL MODELO FINANCIERO AL SPA

3.1 Enterprise Value vs Equity Value: nexo de unión

En un LBO, el precio negociado y documentado en el SPA culmina con la traducción contractual de un nivel concreto de valoración financiera del negocio. Por ello, el análisis debe fijar con precisión que tipo de valor se está expresando, pues este puede ser indicado en términos de *EV* o de *EqV*, elección que condiciona los plausibles posteriores ajustes³².

Dicha distinción es especialmente crítica en LBOs, en tanto que se convive con dos lógicas simultáneas: de una parte, la lógica económica del negocio basada en el valor del conjunto de activos operativos, o por el *EV*; y, de otra parte, la lógica jurídico-contractual de la compraventa de los títulos, vía el *EqV* y el precio acordado por acción, normalmente basado en el *Market Value + Premium Spread*. El nexo de unión de ambos planos es el bridge del *EV* al *EqV*, que se materializa en definiciones contractuales vía ajustes³³ (*Net Debt, Cash, WC, Non-controlling interests...*) y, por lo tanto, se convierten en un foco potencial de fricción interpretativa y litigiosa.

Los estándares de IVS definen el *EV* como el valor total del *equity* de un negocio más el valor del *Net Debt* (*Gross Debt – Total Onshore & Offshore Cash - Short-Term*

³² IVSC, *IVS 200 – “Business and Business Interests (Exposure Draft: Final)”*, published on 2 June 2016, pp.5-7.

³³ RICS, *RICS Valuation – Global Standards (effective 2022)*, London, Royal Institution of Chartered Surveyors, 2021, p. 93, apdos. 7.15–7.16.

Investments), cuya estructura engloba tanto *equityholders* como *debtholders*; y el *EqV* como el valor intrínseco del negocio para los *equityholders*, ya sean *preferred* o *common shareholders*. Dicha formulación contiene dos advertencias cruciales para la consolidación del SPA: (i) EV no equivale a precio de las acciones, sino que es un nivel “pre-equity” que actúa como punto de partida del *bridge* de derivación al *EqV*; (ii) en EV, es vital disuadir la confusión latente acerca de si se formula neto de caja o bruto, lo que obliga a explicitar el tratamiento del *cash* y *cash-equivalent items*.

En términos mercantiles, dicha precisión se traduce en que, en la negociación de mercado, se tiende a partir del *bridge* EV-*EqV* en virtud de los métodos de valoración que detallaremos en el siguiente epígrafe: lejos de ser una mera operación aritmética, se trata de un auténtico ejercicio de operación jurídico-económico, que en sí depende de qué partidas encierren el término de deuda, qué se entiende por caja, y cuál es la forma de normalización del WC.

La distinción EV/*EqV* se entiende profundamente desde la pura teoría de la valoración financiera. Si en una primera aproximación nos centramos únicamente en el método DCF, existen tres vías para valorar en descuento de flujos: focalizarse en la base únicamente del *equity*; considerar la firma completa como un todo más asimilable al EV; o por el denominado “*sum of parts*”, valorando de forma individualizada (operaciones, deuda y otras reclamaciones no calificadas en *equity*) y luego sumando cada pieza, siendo más asimilable a la mecánica de *los asset deals*³⁴. En el enfoque de *equity valuation*, se valoran los flujos residuales futuros del accionista mediante el FCFE, y se descuentan al coste de dicho *equity*; en el segundo método por *firm valuation*, se valoran los flujos futuros para todo contribuyente a la estructura de capital, ya sea *equity* o deuda mediante el FCFF y se descuentan al WACC. Dicha distinción es relevante en la LBO principalmente por dos motivos: en la práctica de mercado, se suele aproximar en primera instancia al EV, especialmente en procesos competitivos; mientras que el SPA suele exigir un precio de *equity* por acción, por lo que el *output* del modelo debe aterrizar en el *EqV*, o como mínimo permitir su consistente reconciliación³⁵.

³⁴ DAMODARAN, Aswath, “Chapter 2: Approaches to Valuation”, *Investment Valuation* (2nd ed.), pp.0-4.

³⁵ IBA (European Corporate and M&A Conference), *Masterclass in negotiating – Presentation*, “Getting to a Purchase Price – Enterprise and Equity Value”, pp.4-6

Cuando el modelo financiero produce un EV, el paso lógico para el cálculo del EqV es restar todas aquellas reclamaciones no imputables a los accionistas: es decir, se debe proceder al ajuste de la deuda, de los instrumentos convertibles, y de elementos análogos con prioridad sobre el *equity*, cuya lógica es replicada contractualmente en el *bridge*, pues es el precio de los títulos el que se deriva del EV ajustado por el citado *Net Debt* y por el WC³⁶.

En la práctica de M&A (y especialmente en LBO), el *headline value* negociado suele expresarse como un EV sobre una base “*cash-free/debt-free*” y con un nivel normalizado de WC: es decir, la cifra del EV actúa como una referencia económica del negocio, si bien no coincide automáticamente con el *total cash consideration* que se paga por dichas acciones. La conversión a *Equity Value* exige, por diseño, un *bridge* de reasignación de valor desde el nivel de la empresa en conjunto al accionista a una fecha relevante (*closing* o *locked box date*).

Formulado canónicamente, las presunciones de aislamiento de la caja y de la deuda, así como de un WC normalizado en el EV pretende que el precio final del EqV se obtenga ajustando el *Enterprise Value* por la caja y deuda existentes, y por la diferencia entre el *working capital* real y normalizado, permitiendo incluso ilustrar el impacto económico del *bridge*³⁷:

$\text{Equity Value} = \text{EV} - \text{Outstanding Gross Debt} + \text{Cash \& S/t Investments} \pm \text{Change in WC}$
--

Ahora bien, el puente no es relevante por su derivada aritmética, sino por su contenido definicional, pues el ajuste de la deuda debe capturar no solo el principal pendiente, sino elementos que suelen permanecer entre líneas a nivel contable y que, si no se pactan y prevén contractualmente, suelen generar disputa: *redemption costs* o *cancellation fees*, *accrued interest*, o ajustes derivados de la capitalización de *upfront fees* por la financiación, alterando el importe de la deuda. La derivada intrínseca a la naturaleza de la valoración se halla en que, si el *bridge* emplea una noción de *Net Debt* distinta a la del modelo o a la de la financiación, se quiebra la consistencia económica del LBO.

³⁶ IPEV, “*International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*”, edición 2025, pp. 12-16.

³⁷ ICAEW Corporate Finance Faculty (Grant Thornton UK LLP), *Completion Mechanisms – Best Practice Guideline 64*, sección “Arriving at the Equity Value / Enterprise value to equity value bridge”, pp. 2-8.

Precisamente, el NWC es otra gran fuente de fricción: no se trata de un mero número, sino que encierra una auténtica política de financiación operativa incluso susceptible de manipular la valoración, porque si no hay ajuste por NWC, el vendedor puede gestionar a la baja el *Cash Conversion Cycle*, integrado por el *Days of Inventory on Hand*, *Days of Outstanding Receivables* y *Days of Outstanding Payables*, para así inflar la caja y elevar el EqV, sin ningún ajuste compensatorio. Es por ello por lo que el estándar de mercado tiende a introducir un *target/peg* de WC normalizado, y ajustar la diferencia en el EqV. En procesos competitivos, esta lógica se encuentra tan interiorizada que la sociedad *target* suele pedir a los potenciales compradores que expresen el precio como “Total EV for an *equity* transaction”, asumiendo un balance *debt-free, cash-free* y un nivel normalizado de WC, precisamente para separar el valor económico del EV de discusiones sobre ajustes (*cash/debt/NWC*) que se negociarán en el SPA.³⁸

Por último, la experiencia comparada muestra que el *bridge* tiende a convertirse en litigioso cuando aparecen zonas grises en las definiciones. Por ejemplo, en disputas de *Purchase Price Adjustments*³⁹, el nivel de detalle de delimitación de componentes de *restricted cash* (si abarca *DSRA, Distribution bank accounts, MRA...*) suele generar tensiones, o bien la mecánica de ajustar por la “*indebtedness*”, *escrow* y *transaction costs*⁴⁰. En síntesis, el *bridge* de EV a EqV es el punto en el que el resultado del modelo financiero se convierte en la obligación de pago plasmada por el SPA, por lo que su calidad, coherencia y consistencia dependerá de: la robustez en las definiciones contractuales, la congruencia con los *inputs*, metodología y *output* del modelo; y el procedimiento de determinación (cuentas de cierre/*locked box*).

3.2 Métodos de valoración y su conjunción con el LBO: DCF, Trading Multiples, Precedent Transactions, NAV

En operaciones de adquisición apalancadas, el valor no se obtiene aplicando un único método de valoración de forma aislada, sino mediante una triangulación entre técnicas⁴¹ que responden a lógicas diferentes: (i) métodos intrínsecos (DCF vía FCFF/FCFE⁴²); (ii) métodos relativos (*Trading Multiples* y *Precedent Transactions*), y

³⁸ GIBSON DUNN, “Managing Purchase Price Adjustment Disputes” (webcast slides), pp.6-14.

³⁹ AVERY, D., “2023 Trends in Private Target M&A: Purchase Price Adjustments”, Bloomberg Law, 2024.

⁴⁰ CLIFFORD CHANCE, “*Purchase Price Adjustments in Private M&A*”, petición típica del vendedor en subasta, pp.8-14.

⁴¹ VALLS MARTÍNEZ, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, vol. 7, n. 3, 2001, p. 49.

⁴² KPMG, *Private equity and ILS valuations* (2020), diapositivas/guía, pp.18-21.

(iii) métodos patrimoniales centrados en el balance (NAV). La razón es doble: por un lado, cada mecanismo captura mejor ciertas realidades tales como la estabilidad de flujos, comparabilidad sectorial, peso otorgado a los activos... y de otro lado, en procesos de M&A el mercado rige la disciplina de la operación, pues incluso cuando el DCF es la columna vertebral, el *terminal value* se estima con frecuencia en virtud de múltiplos, de modo que la valoración relativa acaba incidiendo de facto en la valoración intrínseca. En clave LBO, dicha conjugación debe leerse con una exigencia adicional: el método no es plenamente útil por ser el modelo financiero el que refleja un precio, sino si es consistente con la estructura del apalancamiento dado el perfil de amortización, capacidad de soportar el servicio de la deuda, y por la *exit strategy*, así como con la traslación al SPA. Dicho de otro modo, el método es apto para LBO cuando su resultado puede trasladarse al precio contractual sin generar tensiones conceptuales

El descuento de flujos (DCF⁴³) es el método con mayor potencia explicativa en LBO porque vincula el valor a la capacidad, estabilidad y potencial de generación de *cash flows* futuros y, por tanto, a la capacidad de *debt service*. La construcción del DCF, sin embargo, puede realizarse a dos niveles⁴⁴, con implicaciones directas para el SPA: (i) mediante FCFF por *firm valuation*, (ii) mediante FCFE por *equity valuation*. Mientras que el primero valora a la firma completa, incluyendo tanto *shareholders* como *debtholders*, conduciendo naturalmente al output del *Enterprise value*, el segundo valora únicamente los flujos disponibles para el *shareholder*, resultando en el EqV (si bien al valor presente de dichos flujos de caja se añadirá el valor presente del *terminal value* para determinar la valoración final).

En adquisiciones, el *output* típico de referencia es el EV: se descuentan los FCFF al WACC, que es el coste medio ponderado de toda fuente de financiación de la estructura de capital de la empresa, usualmente conformado por el coste del *equity*, el coste de la deuda multiplicado por el *tax shield*, en tanto que la deducibilidad fiscal de los gastos financieros permite que dicho coste sea minorado, y, en su caso, por el coste del *preferred stock*. El FCFF⁴⁵, por tanto, puede expresarse como:

⁴³ IFRS FOUNDATION. *Educational Material on Fair Value Measurement (IFRS 13)*, pp. 35-42.

⁴⁴ DAMODARAN, Aswath, *Valuation: Principles and Practice* (Corporate Finance, 3rd ed.), Chapter 12, Stern School of Business (NYU), pp. 1-4.

⁴⁵ DAMODARAN, Aswath, *Firm Valuation: Cost of Capital and Adjusted Present Value Approaches* (Valuation, 3rd ed.), Chapter 15, pp. 380-382.

$$FCFF = NI + NCC + Int(1 - T) - \Delta WC - CapEx$$

Fuente: Elaboración Propia

donde:

- NI = *Net income*
- NCC = *Non-cash charges*, por no suponer salida real de caja (amortizaciones, deterioros)
- Int(1-T) = Intereses financieros tras el *tax shield*
- WC = *Working Capital*
- CAPEX = *Capital Expenditures*

Y, por tanto, el DCF se construirá como la suma del valor presente de dichos FCFF⁴⁶, junto al valor presente del *terminal value*, expresado como el último FCFF incrementado por la tasa de crecimiento asumida, y dividida por WACC – tasa crecimiento.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}, \text{ donde: } TV_n = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

Fuente: Elaboración Propia

Por lo tanto, se obtiene un valor de negocio disponible tanto a *debtholders* como a *equityholders*, con un *output* de EV consistente con el método de *Trading Multiples* (EV/EBITDA y con la práctica de fijar un *headline* EV sobre base *cash-free/debt-free* y luego construir el EqV por *bridge* contractual. La clave, por tanto, radica en que los FCFF deben ser coherentes con el modelo financiero (*drivers*, CAPEX, WC...) y con las hipótesis del *terminal value*⁴⁷, que con frecuencia incorpora *exit multiples*, conectado métodos de valoración intrínsecos con métodos relativos. Este *terminal value* captura el valor del negocio a partir del final del *forecasting period* (usualmente 5-7 años), cuyas hipótesis deben estrictamente respetar una tasa de crecimiento inferior al crecimiento real del PIB nacional para evitar incongruencias, y que sea sostenible.

⁴⁶ ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua, *Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions* (sample), Wiley Finance, pp. 3-6.

⁴⁷ CORNELL, Bradford; GERGER, Richard, “*Estimating Terminal Values with Inflation: The Inputs Matter—It Is Not a Formulaic Exercise*”, *Business Valuation Review* (American Society of Appraisers), Winter 2017, pp. 117-120.

De otro lado, el FCFE descuenta los flujos de caja residuales disponibles para el accionista al coste del *equity*, el cual toma como base el modelo CAPM (dependiendo, por tanto, del *Risk-free rate* consistente con el horizonte temporal, el *Market Risk Premium*, y por la beta apalancada dada la estructura de capital de la sociedad *target*). Es por ello por lo que se incorpora explícitamente el impacto de la financiación (*Net Debt Repayments*, extraído de *Debt Drawdowns – Debt Service*), presentándose la valoración por FCFE como alternativa para inferir directamente el EqV. En la práctica, dicho método se emplea como análisis de contrate del *equity* y en la distribución de valor al *sponsor* bajo trayectorias de amortización concretas.

No obstante, como criterio operativo, la valoración tiende a emplear el FCFF cuando el objetivo es fijar el EV comparable con mercado y con múltiplos, o bien cuando la estructura de capital se modifique significativamente (típico en LBO por las refinanciaciones o recapitalizaciones), pues permite separar el negocio intrínseco⁴⁸ de la financiación y luego aplicar el *bridge* ajustado; por su lado, el FCFE es usado como prueba de consistencia del *equity story*, particularmente si se pretende la validación de dicho flujo residual, o el repago y dinámica de la deuda son los *drivers* centrales del MOIC. Cuando la deuda varía notablemente, un enfoque complementario de comprobación es el APV, que aísla el valor del negocio sin deuda del valor de los efectos de la financiación como el *tax shield* o el incremento de probabilidad de *financial distress* derivado del *leverage profile*, planteado como herramienta de consistencia y no como discusión cuantitativa.

Obsérvese según la teoría explicada que, en el modelo financiero, gran porcentaje de la valoración se encuentra fuertemente impactado por cambios y sensibilidades en los *drivers* clave de la tasa de descuento (WACC o coste del *equity*), y en el *terminal value* (especialmente, por la tasa de crecimiento). Por dicho motivo, es frecuente que, para estructurar la negociación del precio, las partes de mutuo acuerdo decidan establecer un *cap* cuantitativo al impacto directo del *terminal value* sobre la valoración del precio final (por ejemplo, en el caso de una inversión en *brownfield infrastructure assets*, fijando que la aportación máxima del *terminal value* no puede exceder de 300k€ por MW descontados a valor presente), en aras de evitar una inflación injustificada.

⁴⁸ Breaking Into Wall Street, *IB Interview Guide – Module 4: Equity Value, Enterprise Value, and Valuation Metrics and Multiples*, pp. 2-6.

En el otro plano, la valoración relativa por *Trading Multiples*⁴⁹ compara la empresa con sociedades cotizadas similares, extrayendo múltiplos (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT...) bajo la premisa de cumplimiento de la *law of one price*, es decir, si dos activos de la misma naturaleza tienen retornos y similar perfil de riesgo, entonces su valor intrínseco⁵⁰ debe ser muy asemejable al compartir una variable común y estandarizada. En LBO, los *trading multiples* responden a diversas funciones: como punto de partida del rango de entrada responden a qué paga el mercado por el perfil de negocio; como disciplina del DCF, analiza la consistencia de la razonabilidad de la valoración; y como mecanismo de coherencia de la *exit strategy* versus el punto del ciclo de la industria. Conviene advertir del rigor⁵¹ que requiere dicha valoración, pues cabe explicitar la causa última de la elección de comparables para evitar el *cherry-picking*, así como considerar las diferencias que puedan existir entre normas de contabilidad (IFRS vs. GAAP), normalizaciones de EBITDA, tamaño, expectativas de crecimiento, ROIC, y punto del *business cycle* en que se encuentren. En sí, las diferencias más relevantes en múltiplos se explican por análisis fundamental, en tanto que encierra hipótesis sobre crecimiento, retorno y riesgo, lo que obliga a conectar múltiplos con drivers y no tratarlos como mero atajo.

Asimismo, las *Precedent Transactions* como variante comparan múltiplos pagados en operaciones históricas similares: su vitalidad radica en capturar el *clearing price* del mercado M&A, incorporando elementos que los *trading comps* no reflejan necesariamente, tales como el spread por la prima de control, sinergias esperadas, dinámica competitiva del proceso, y condiciones contextuales de financiación. En LBO, su valor es claro en fase de negociación, pues responde a inicialmente fijar un rango de mercado para el *entry valuation*; como justificación de *premiums* donde hay consolidación intensa; y como contraste del EV de referencia en la práctica transaccional. No obstante, mantienen ciertos sesgos, como por ejemplo que la muestra escogida puede no ser representativa, *disclosures* incompletos o efectos de amplificación de los *credit*

⁴⁹ ROJO RAMÍREZ, et. al. “Valoración por múltiplos”, Documentos AECA, Serie Valoración y Financiación de Empresas, Documento nº 15, Madrid, 2019, p. 11.

⁵⁰ DAMODARAN, Aswath, “It is all relative... Multiples, Comparables and Value!”, Stern School of Business (NYU), pp. 3-9.

⁵¹ MAUBOUSSIN, Michael J. y CALLAHAN, Dan, “Valuation Multiples: What They Miss, Why They Differ, and the Link to Fundamentals”, Counterpoint Global Insights (Morgan Stanley Investment Management), 23 abril 2024, pp.1-3.

cycles con los *business cycles* de la industria. Por ello se usan como disciplina complementaria, no como argumento absoluto.

Por último, los métodos patrimoniales (*NAV*, *Adjusted Net Worth*, *Corrected Net Assets*) son cruciales cuando el valor de la sociedad *target* radica mayoritariamente en los activos en lugar de en la capacidad de generación de flujos, o cuando el DCF es altamente incierto por ser una industria cíclica o volátil. El NAV, por tanto, parte de la ecuación básica de *Fair Value Assets – Fair Value Liabilities*,⁵² actuando como precio *floor* en la valoración en tanto que captura lo existente a nivel de valor de mercado de los elementos patrimoniales del momento, pero no las expectativas de crecimiento. En LBO, el NAV suele aparecer en *holdings*, *real estate*, infraestructuras o como referencia bajista por incertidumbre de *cash flows*, pudiendo incluso actuar como test de plausibilidad acerca de si hay suficiente *asset collateral* para el *leverage*. Como refuerzo, el proceso de valoración en dichos casos tiende a asignar el EV a los distintos instrumentos según ranking, combinado con ajustes que enlazan con la práctica transaccional⁵³ (por ejemplo, el *WC “steady-state”* entregado en la venta), conectando por tanto con la estructura de capital y con la realidad de instrumentos de *PE*.

A la luz de lo anterior, puede proponerse una jerarquía funcional de métodos de valoración para LBO: **1. DCF** mediante FCFF para hallar el EV y realizar el *bridge* contractual a EqV, siempre con coherencia de *Terminal Value*; **2. Trading multiples** como análisis de *entry & exit strategy*, y test del DCF; **3. Precedent transactions** como señal del precio M&A y control premium, con advertencia de sesgos; **4. NAV**, como método principal en sociedades *asset-centric* o como *floor* en supuestos inciertos.

3.3 El LBO model como herramienta de análisis de consistencia: drivers, sensibilidades y determinación de covenant headrooms

En una adquisición apalancada estructurada bajo el esquema LMA *leveraged*, en LBOs subyace una lógica sencilla pero exigente: el PE *fund*, articulado mediante la SPV compra a la sociedad *target* con una mezcla de *equity* y deuda, y el retorno dependerá de que el negocio genere suficiente *cash flow* como para mantener e incrementar el nivel operativo (*revenues*, *growth* CAPEX...), para afrontar el servicio de la deuda, y para permitir una salida (ya sea con venta a otro LBO *player*, por refinanciación o con

⁵² FERNÁNDEZ, Pablo, “*Company Valuation Methods*”, IESE Business School (University of Navarra), pp.1-4.

⁵³ IPEV, *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*, 2025, pp. 12-15.

IPO/*Private placement*) que cristalice la rentabilidad de la inversión. El modelo LBO, por tanto, es un auténtico instrumento de coherencia: permite comprobar si el precio pactado (EqV/EV) es compatible con una estructura de deuda realista, y si el *business plan* mantiene la financiación en parámetros contractualmente aceptables.

La mecánica del modelo LBO, por tanto, se basa en la proyección de resultados y construcción de *cash flows* operativos y de inversión (FCF), prosiguiendo con la modelización del *debt schedule*⁵⁴ por tramos (intereses, amortización obligatoria, *cash sweep*, *RCF dynamics*, *restricted cash use*). Partiendo de dicha base, se calcula, por periodo, el impacto de las métricas de crédito exigido por contrato de financiación, y de *maintenance covenants* según definiciones contractuales; en el año de salida, usualmente, se estima por múltiplos tales como el EV/EBITDA cuál es el *EV exit*, que al restar el *Net Debt exit* nos otorga el *EqV* esperado al final de la inversión, del cual derivamos el IRR y el CoC, siempre una vez asegurada la viabilidad de cumplimiento de los *covenants* financieros.

Esta lectura es coherente con el uso profesional del análisis LBO, pues en financiación LMA *leveraged*, este test de consistencia se traslada al plano jurídico de facto: el riesgo no se materializa únicamente como un descenso de la IRR, sino como un auténtico incumplimiento contractual por el *breach of covenants*, con auténtica activación de remedios como *waivers* o *amendments*, o bloqueo de flexibilidad financiera (por ejemplo, impidiendo la distribución de dividendos si el proyecto tiene un DSCR menor a 1.10x, por debajo del *lock-up threshold level*). Por ello, el modelo debe leerse como una traducción entre la dinámica económica por la generación de caja y *deleveraging*, y la dinámica contractual del SPA.

Un modelo LBO de estándar profesional para una estructura LMA *leveraged* debe, como mínimo, integrar: (i) *drivers* de transacción, como el EV, el *bridge* al *EqV*, el *sources & uses Schedule*, *fees*, estructura pro-forma; (ii) *drivers* operativos (*revenues*, margen operativo, EBITDA, CAPEX, NWC, impuestos, DTAs y DTLs); (iii) *drivers* de financiación, vía *term facilities*, RCF, interés, *spread*, amortización, *debt schedule*, *cash sweep*, *upfront fees*, *ballon payments*, refinanciaciones; (iv) *drivers* de *covenants*, con métricas, definiciones, *test dates*, *compliance certificate*, previsiones de *equity cures*; (v)

⁵⁴ IOSCO, “*Leveraged Loans and CLOs: Good Practices for Consideration*”, International Organization of Securities Commissions, 2024, pp. 14-16.

outputs, especialmente en lo relativo a retornos (MOIC, *levered and unlevered* IRR) y en cuanto a *covenant headroom*⁵⁵. Al ser frecuentes en LBO las refinanciaciones, cabe destacar que en LMA *leveraged*, el acuerdo típicamente involucra financiación senior de la operación con *Term Facilities* y *Revolving Facilities*⁵⁶.

El núcleo dinámico del LBO es el *waterfall structure*: cómo el *cash flow* generado por el negocio fluye y se reasigna entre la reinversión, servicio de la deuda, resultado operativo y caja residual. Dicha caja residual es la que determina la velocidad de la sociedad *target* del *deleveraging*.

Cash flow available after Minimum Restricted Cash	[k€]	4,215
Cash flow equity cure necessities	[k€]	(120)
Cash flow available for Shareholder Loan Interest	[k€]	4,095
Shareholder Loan Interest Payment	[k€]	(236)
Cash flow available for Shareholder Loan Principal	[k€]	3,859
Shareholder Loan Principal Repayment	[k€]	(824)
Cash flow available for Distributions	[k€]	3,035
Dividends distributed	[k€]	(1,500)
Cash flow available for Upstream loan Amortization	[k€]	1,535
Upstream loan Amortization	[k€]	(574)
Cash flow available after distributions	[k€]	961

Fuente: Elaboración propia

En una financiación *leveraged*, el modelo financiero debe capturar el tipo de interés (*Market Rate of Reference*, como el EURIBOR 6m o SOFR, y el *spread margin*) y su base de cálculo (*debt schedule, day basis*); la amortización obligatoria por el calendario de deuda; y frecuentemente, el mecanismo de *cash sweep*⁵⁷, que prevé prepagos preceptivos u opcionales ante exceso de caja, siempre respetando la lógica contractual acerca de qué caja es “*sweepeeable*” y qué usos están permitidos antes de considerarse como excedentaria (CAPEX, DEVEX...). Es aquí donde el modelo LBO se convierte en herramienta de consistencia, en tanto que una proyección puede ser razonable cuantitativamente, pero si el modelo asume un *cash sweep* agresivo que el contrato no permite (o ignora fricciones como RCF *re-borrow* y *restricted payments*), el *deleveraging* financiero proyectado no es jurídicamente ejecutable, resultando en un *headroom* calculado artificial.

⁵⁵ LATHAM & WATKINS, “*The Dynamics of European Covenant Lite*”, 12th Edition, 2024, Chapter 11, pp. 69-71.

⁵⁶ CLIFFORD CHANCE, “*Across the Pond and Back Again: US and European Leveraged Finance Terms*”, November 2015, p.624.

⁵⁷ FEDERAL RESERVE BANK OF PHILADELPHIA Working Paper, November 1, 2009, apartado “The Excess Cash Flow Sweep Covenant”, pp.5-8.

Un elemento especialmente relevante en *leveraged finance* es el *margin ratchet*⁵⁸: el margen sobre el tipo base ($MRR + \text{Applicable Margin}$) se ajusta en función del nivel de apalancamiento y, por tanto, incide directamente en el *cash interest*. Esta mecánica crea una relevante problemática de circularidad financiera y un bucle contractual, que el modelo debe reflejar porque afecta de forma inmediata a la cobertura de intereses, y, en consecuencia al *headroom*: si el *leverage* baja, el margen descende, cae el *cash interest*, sube el *Interest Coverage Ratio* y aumenta el *headroom*; si el *leverage* sube (por caída de EBIT), el *ratchet* sube, aumenta el *cash interest*, baja el *Interest Coverage Ratio* y tensiona el DSCR por el CFADS, disminuyendo el *headroom* y aumentando el uso de *waivers*⁵⁹. Por estándar de calidad, el *margin ratchet* no es únicamente *pricing*, sino mecanismo de consistencia entre riesgo operativo, coste financiero y cumplimiento de ratios, aplicable a partir de cuando lo determina el contrato de financiación.

Siguiendo con el ejemplo de estructura propuesta *LMA leveraged*, los *covenants* más habituales incluyen límites al CAPEX, *Interest Coverage* y *Cash Flow Coverage*. El *headroom*, por tanto, se define como la distancia entre la métrica calculada en el escenario financiero, y el umbral pactado por periodo. El punto crítico intrínsecamente radica en que el margen de cumplimiento depende en totalidad de la definición contractual. Tensiones que suelen presentarse son la clasificación de *Gross Debt* o *Net Debt* (ajustado por la caja, inversiones a corto plazo, pero que presenta la problemática de cómputo de *restricted cash*⁶⁰, pues este no deja de estar ligado al cumplimiento de ciertas obligaciones y no es de libre disposición, por lo que directamente no revela mayor liquidez); *los pro-forma adjustments*⁶¹ en el DSCR sobre el CFADS, normalmente para evitar duplicidades o reflejar la verdadera realidad económica, como la exclusión de beneficios y pérdidas por el efecto del tipo de cambio; la limitación del *equity cure* como mecanismo de mitigación para evitar *breaches*, si bien el modelo debe capturarlo como opción acotada y no como vía automática.

En consecuencia, en una financiación *LMA leveraged* el *headroom* no es un resultado cuantitativo, sino un resultado contractual influenciado por las definiciones

⁵⁸ BAKER MCKENZIE, “*In the Know: ESG Margin Ratchet*”, November 2021, PDF, p.2

⁵⁹ ARES MANAGEMENT LIMITED as Agent, and APC Holdings I, L.P., “*Senior Facilities Agreement*”, pp. 290-291.

⁶⁰ SIMPSON THACHER & BARLETT LLP, “*Leveraged Finance 101: A Covenant Handbook*”, pp. 4-6

⁶¹ CLEARY GOTTlieb, *Latest in European Leveraged Finance: EBITDA Addbacks*, PDF, pp. 2-3

(*Adjusted EBITDA*⁶², *cash interest*, *debt service*), de calendarios (periodos de cálculo) y de mecanismos (*ratchet*, *cash sweep*, *pro-forma adjustments*).

3.4 Trasposición de puntos de fricción al clausulado de la operación

3.4.1 El Net Debt y instrumentos “debt-like” (arrendamientos, factorings, earn-outs)

En transacciones “*cash-free/debt-free*” el *Net Debt* funciona como ajuste básico del *bridge*⁶³ EV a EqV: el comprador refleja en el EV la capacidad de generación de caja del negocio a nivel de estructura de capital⁶⁴ completa, y neutraliza el impacto de las fuentes de financiación de capital ajenas por la deuda y convertibles derivando el *Net Debt*. Dicha construcción exige en el contrato de compraventa una definición exhaustiva de *Indebtedness*, así como de los elementos *cash-like* y *debt-like*, en tanto que desviaciones en el perímetro literal del SPA producen cambios estructurales en el ajuste del precio.

Como criterio operativo único, podemos fijar que un instrumento es “*debt-like*” cuando de su naturaleza económica y efecto sobre la caja se desprende que se asemeja a los efectos de una financiación externa, con independencia de su reflejo contable; de hecho, en la práctica, se tiende a englobar como instrumentos de deuda partidas como los *financial and operating leaseings*; la deuda convertible; o incluso los *invoice discounting/factoring*, destacando así la necesidad de precisión por la inherente subjetividad.

Profundizando en criterios contables y posibles tensiones, la norma IFRS16⁶⁵ para los arrendamientos financieros implica, para el arrendatario, el reconocimiento de un *lease liability* a la par que un *Right of Use Asset*, cuyo valor inicial es el valor presente de los flujos de pago futuros, de modo que a nivel de balance, el valor del *lease liability* se irá reduciendo conforme se proceda a los repagos de principal del *leasing*, mientras que el *Right Of Use Asset* se reduce de forma lineal a partir de la amortización según su duración (si bien, en caso de que se estime cierto valor residual, debería minorarse el valor presente de dicho *salvage value*). Ello genera diferencia entre ambos saldos de balance

⁶² FITCH SOLUTIONS through Covenant Review LLC, “*EBITDA Addbacks in European High Yield Bonds and Leveraged Loans*”, August 16, 2021, PDF, pp. 1-3.

⁶³ GRANT THORNTON UK LLP in ICAEW, “Completion Mechanisms: Determining the final equity value in transactions”, pp.2-6

⁶⁴ BVCA – A Guide to Private Equity, Investing in Britain’s Future, pp. 29-32.

⁶⁵ IFRS FOUNDATION, IFRS 16 Leases (IFRS Standards, issued 2022), pp. 18–22 (Initial measurement of the lease liability)

(salvo al inicio y fin del *leasing*) que, naturalmente, generan una valoración y ajuste en el momento presente; así como por si el SPA engloba el *lease liability* como *Net Debt* o se emplea el *Fixed Charge Coverage Ratio* como múltiplo de solvencia, o por el contrario lo excluye.

De otro lado, el *factoring* genera fricción porque incorpora financiación implícita del circulante. Bajo IFRS9⁶⁶, la baja contable exige el análisis de si se han transferido consustancialmente los derechos y riesgos de la cartera, pues si el cedente retiene exposición relevante a la variabilidad de flujos futuros, no se considera transferencia sustancial. Trasladado al SPA, ello fundamenta una tesis cristalina: si el esquema del instrumento financiero implica retención del riesgo, es defendible tratarlo como *debt-like*, o como mínimo, exigir *disclosure* y un tratamiento uniforme en el modelo financiero.

Por último, el *earn-out*⁶⁷ es un mecanismo contingente de ajuste de precio inverso al *clawback*, por el cual se delimitan discrepancias en la valoración por incertidumbre de *performance* futuro, desplazando parte del riesgo a la sociedad *target*, pues el comprador se obliga al pago de un precio adicional siempre que el vendedor alcance ciertos resultados financieros dentro de un periodo de tiempo pre-acordado. La fricción contractual surge cuando el *premium* del *earn-out* se cruza como un componente del precio fuera del *Net Debt*, o si dichos importes asociados se incorporan como deuda-like. La recomendación metodológica para evitar litigiosidad es fijar explícitamente el método de cálculo, si procede ajuste por cambio de política contable, y si se excluye del *Net Debt* para no contaminar el *equity bridge*. A nivel de modelo, uno de los enfoques más prácticos es considerar el precio base sin *earn-out* como compromiso *floor*, y posteriormente tratar el *premium* del *earn-out* como una opción financiera en la que se pondera el valor presente de la mejora en los flujos por haber alcanzado los KPIs y el precio a pagar.

3.4.2 El Net Working Capital (peg, seasonality y one-offs)

El ajuste por NWC pretende que el vendedor entregue el negocio con un nivel de capital circulante normalizado, que permita la operativa sin transferencia oculta de valor (alterando inventarios o alargando pagos antes del cierre). La práctica de mercado determina un valor *peg* como *proxy* de la normalización del NWC, que debe justificarse por criterios de consistencia y no por mera conveniencia; precisamente, en industrias

⁶⁶ IFRS FOUNDATION, IFRS 9 Financial Instruments (IFRS Standards, issued 2022), sección 3.2, pp. 74–76.

⁶⁷ ICAEW, Earn-out agreements guideline (Corporate Finance Faculty Best Practice Guideline), pp. 3–8.

cíclicas o volátiles, suele ser apropiado emplear un periodo de referencia que promedie y mitigue la estacionalidad para evitar un balance sesgado (usualmente, se suele referenciar a un punto medio del *business cycle*). Un *peg* calculado con periodos cortos o no representativos resulta en el desplazamiento del riesgo de estacionalidad a una de las partes de forma no deseada, por lo que es elemental definir explícitamente la base de cálculo, alinearlo con el ciclo operativo real, y documentar la serie histórica como motivo último de la decisión de procedimiento.

Asimismo, es frecuente en los estados financieros que, en el periodo de referencia, se encuentren recogidos *one-off items* como partidas extraordinarias con gran impacto en el resultado del ejercicio, y que distorsionan el NWC normalizado; el clausulado del SPA debe prever si se excluyen o se ajustan y en virtud a qué criterio, si bien la clave radica en que el ajuste debe ser trazable mediante documentación de soporte, para cerrar así las fricciones de valoración por el NWC.

3.4.3 EBITDA y add-backs: el impacto global del plano de valoración, plano del precio y plano de la financiación

La métrica del EBITDA es útil pero insuficiente para el contrato de financiación y SPA, pues el EBITDA únicamente aísla el resultado operativo en virtud del criterio de devengo contable, pero ni considera el impacto financiero de la financiación, ni cómo se traslada dicho resultado a la generación de caja. Además, el EBITDA no está sujeto a normativa contable ni a una definición universal⁶⁸, lo que lo convierte en un campo de tensiones en el clausulado, pues el mismo negocio puede exhibir un EBITDA distinto según el set de ajustes permitido (sinergias, *run-rate*...). De este modo, el EBITDA en un LBO debe tratarse como variable jurídica clave.

Conviene separar dos tipologías de EBITDA por su distinta finalidad: el EBITDA normalizado para M&A/valoración, que busca aproximar un estándar de rendimiento recurrente, normalizado por ingresos o costes extraordinarios; y el *Adjusted EBITDA*, anclado a la financiación y estructura de *covenants*, pretendiendo maximizar la capacidad de endeudamiento, *headroom*, e incorporando *add-backs*⁶⁹ concretos y pro-formas. En este último caso, la disyuntiva radica en que el ajuste sea evidente, motivado y dentro de un coherente horizonte temporal.

⁶⁸ SIMPSON THACHER & BARLETT LLP, *Leveraged Finance 101: A Covenant Handbook*, p. 26.

⁶⁹ SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP, *A Comparison of Key Provisions in U.S. and European Leveraged Loan Agreements (Lending & Secured Finance 2020/2022)*, pp. 61-62

La fricción, por tanto, sucede cuando el SPA importa objetivamente la lógica de la financiación para la justificación del precio o *earn-outs*, o de forma inversa, cuando la financiación transfiere la lógica de la valoración sin cuestionar la definición y delimitación de los inputs. En todo caso, el riesgo latente es que el EBITDA sea una ficción operativa que no capture caja disponible para deuda ni valor económico.

A nivel esquemático, cabe estructurar los *add-backs* en cuatro categorías: (i) *add-backs* por *one-offs*⁷⁰, para depurar el EBITDA, evitar la clasificación de partidas extraordinarias como recurrentes, y mitigable en el SPA vía listado *numerus clausus* de ajustes y fijación de criterio de recurrencia; (ii) *add-backs* por reestructuración e iniciativas operativas, para evitar duplicidades y la conversión de inversión operativa usual en *add-back* permanente, por lo que se tiende a fijar una elegibilidad limitada; (iii) *add-backs* por sinergias, que constituyen el núcleo de la litigiosidad y credibilidad del modelo financiero, pues si las sinergias no son razonablemente apreciadas dentro de un periodo limitado (usualmente, 12-24 meses) tras la fecha del *covenant test*, carece de sentido; por *caps* cuantitativos por periodo, con exigencia de soporte del modelo de sinergias; y con prohibición de *double accounting*, es decir, evitar duplicidades del mismo ahorro, o evitar añadirlo si ya se encuentra reflejado en el *base case*; y (iv) *add-backs* pro forma por adquisiciones/disposiciones que no entren en conflicto con el clausulado del *value leakage*⁷¹, bajo la premisa de permitir racionalidad en la comparabilidad de la firma, siempre con coherencia con la política contable y perímetro del grupo.

El punto crítico del contrato de compraventa radica en que el EBITDA incide en tres realidades interrelacionadas: el plano de la valoración del EV, en el que se emplea como métrica de referencia en el método de múltiplos, y como plausible *proxy* del punto de partida del CFO en el cálculo del FCFF; el plano del precio con el EqV, donde afecta a la configuración de *earn-outs*, *carve-outs*, MAC/MAE, o en definiciones que afecten *Net Debt* o NWC indirectamente; y en el plano de financiación⁷², vía los *covenants* y *headrooms*, pues se define la capacidad de la deuda y *margin ratchets*, afectando el valor del *equity*. Como comprobación de la consistencia, si el LBO *player* paga un múltiplo sobre EBITDA normalizado, pero la financiación permite un EBITDA más agresivo por

⁷⁰ ERIN SIMMONS, JUSTIN RIESS & LAURA SHAPIRO. *EBITDA Adjustments in Loan Negotiations* (Alert), 2024, pp. 3-5.

⁷¹ PWC, Share purchase agreements – the bits around the edges (PwC Legal Business Solutions Academy), April 2024, pp. 14-15.

⁷² ELFA (European Leveraged Finance Association), in *ELFA Insights (Vol. 8): Increased Transparency on Covenant Capacity is Essential to Good Governance...* 2020, pp. 2-4.

ser más permisivo en los *add-backs*, el modelo puede mostrar un *headroom* artificial; y si el SPA emplea el EBITDA inflado en el cálculo del *earn-out*, el vendedor captura un precio adicional no justificado por creación de valor real.

SEGUNDO NIVEL DE CUADRO DE CONSISTENCIA, DEFINICIONES CONTRACTUALES, COVENANT HEADROOM Y TRASLACIÓN AL MODELO FINANCIERO

Variable crítica	Desalineación típica	Efecto directo económico-contractual	Mitigación en SPA	Mitigación en financiación	Test/check en el modelo
EBITDA / Adjusted EBITDA	Modelo usa EBITDA “económico” (normalizado), financiación testea Adjusted EBITDA con caps/timings distintos	IRR/MOIC artificial y headroom (real); breach temprano en leverage/CR aunque el negocio funcione	Definir EBITDA de cierre (si afecta precio) y alinear definiciones contables/políticas con reporting	Definir Adjusted EBITDA con caps claros, reglas de pro forma; criterio de “frozen GAAP”	Reconstruir EBITDA según definición contractual (no según management) + tabla puente “Model EBITDA” a “Covenant EBITDA”
Net Debt / Indebtedness	Net Debt del bridge (SPA) ≠ “Total Debt/Net Debt” del covenant por definición contractual	Equity cheque cambia y a la vez el leverage covenant cambia de forma imprevista	Definir Net Debt con anexos (“debt-like items list”), criterios y ejemplos	Definir “Financial Indebtedness” + netting de cash; tratamiento de restricted cash	Cálculo paralelo por definiciones: Net Debt (SPA) vs Net Debt (Covenant) + reconciliación por partidas de forma individualizada
Working Capital (NWC) / WC peg	WC peg del SPA no coincide con el WC implícito del modelo, o con estacionalidad real no capturada desde cierre de balance a closing	Ajuste de precio inesperado + distorsión de FCF (y por tanto debt service capacity)	Definir NWC y peg por metodología; tratar estacionalidad (promedios) + one-offs; políticas contables	Incluir “permitted working capital swings” o headroom de liquidez, o bien método de cálculo de la normalización	Modelizar NWC con estacionalidad y “peg mechanics”; simular impacto en caja y en covenants
Timing: signing/closing vs testing dates	El modelo asume covenant testing desde cierre, pero el contrato de financiación testea antes o con fechas distintas	Breach técnico temporal aunque posteriormente esté subsanado; waivers inmediatos evitables	En SPA, delimitación de condiciones de cierre/financiación; calendarios de entrega info	Procede a establecer primera fecha de testing, periodos de gracia, procedimiento ante disyuntivas temporales	Construir calendario exacto (closing date, first test date, y posteriores reporting dates) y recalcular métricas “as per contract”
Perímetro / Grupo abarcado	Modelo testa a la sociedad target, pero la financiación del proyecto se realiza a nivel de grupo empresarial.	Inclusión de EBITDA y caja no disponibles para covenants; leakage de valor o bloqueo de cash upstream	En SPA: ámbito de warranties/undertakings sobre perímetro, upstream, dividend blocks	En financiación: guarantor coverage, restricted payments, upstream limitations para evitar inflar una capacidad no autónoma, sino auxiliada	Modelizar “restricted group” y cash trap; reconciliar EBITDA/caja consolidada vs covenant group
Políticas contables / cambios de estándar	Modelo en IFRS “pro forma”, pero covenants están “frozen” a GAAP inicial o viceversa	Cambio mecánico en EBITDA/debt sin cambio económico real, constituyendo un breach	En SPA: fijación de “accounting policies” anexadas; consistent application	Cierre de política contable por frozen GAAP + mecanismo de “equivalent adjustments”	Simular métricas bajo GAAP aplicable al covenant + ajustes equivalentes, con bridge de impacto en la valoración
Cash sweep / optional prepayments	Modelo aplica 100% cash sweep; contrato tiene baskets, RCF re-borrow, límites o “net leverage step-down”	Amortización menor implica un leverage más alto y menos headroom, especialmente si el mecanismo es preceptivo	En SPA: de forma indirecta, limitar leakage y pagos extraordinarios en gap, requiriendo autorización	Definición de cash sweep como % por leverage actual, baskets, permitted payments, y cómputo de la caja restringida	Construir debt schedule con todas las restricciones y escalones; “waterfall” contractual, impacto del cash sweep
Fees / one-off transaction costs	Modelo los trata como non-recurring add-back total; contrato limita timing/cap y los incluye o amortiza de forma diferente	EBITDA covenant menor; IRR y headroom sobrestimados	En SPA: tratar en precio si son closing items, si bien se tiende a preferir labor de prevención por clara delimitación contractual	En financiación: cap de add-backs, causas de implementación y carga de la prueba	Inclusión de tabla de “add-backs” con elegibilidad contractual, caps, expiración y sensibilidades
Equity cure	Modelo lo usa como mecanismo limitador; contrato limita numerol/portefectos ante un número concreto de defaults	Headroom ficticio; LBO player obligado a inyectar equity no previsto	N/A	Definir claramente equity cure mechanics y consecuencias (debt reduction vs EBITDA uplift)	Modelizar equity cures con límites reales idénticos al contrato de financiación + impacto en retornos (dilución/coste)
Exit assumptions (exit multiple / refi)	Modelo usa exit múltiple optimista; financiación exige refi/cash-out viable o impone un cap a la aportación del terminal value	Falta de salida o imposibilidad de recap implica que el IRR cae; posible falta de liquidez	N/A	En financiación: maturities, call protection, portability	Stress-test y sensibilidades de salida: exit multiple range + refi assumptions + covenant headroom en “exit year”

Fuente: Elaboración propia

4 CAPÍTULO IV: PRECIOS Y AJUSTES EN EL SPA – ARQUITECTURA, INCENTIVOS Y LITIGIOSIDAD

4.1 Función de los mecanismos de ajuste de riesgo: asignación y traslación del riesgo, información y control de los gaps contractuales

En compraventas de empresas, y de forma particularmente intensa en operaciones LBO, el precio no se agota meramente en el EV. En realidad, el SPA transforma el valor económico negociado por el EV en una consideración final mediante una arquitectura de mecanismos: *locked-box/completion accounts*, *earn-outs*, *escrows/holdbacks*, indemnidades y procedimientos de fijación de precio. Este diseño responde a la finalidad jurídica y económica: la asignación y traslación del riesgo entre vendedor y comprador, con la mitigación de la asimetría de la información, y gestión del *gap* temporal entre *signing* y *closing*.

La relevancia del diseño radica en el punto central de la inexistencia de un conjunto universal de reglas aplicables para la determinación de los ajustes requeridos del *bridge* EV a EqV (*Cash/Net Debt/NWC*). La práctica de mercado⁷³ explícitamente reconoce dicha disyuntiva, y por tanto el reparto de riesgos depende del *drafting*: de las definiciones jurídico-contractuales y su yuxtaposición con el plano financiero, *cut-offs*, evidencias y procedimientos de disputa. Dicha ausencia de cuerpo normativo uniforme es la raíz de dos fenómenos a abarcar: de un lado, que la negociación se convierte en el centro de poder por la parte que controla la fijación, determinación y alcance de las definiciones en el SPA; y, de otro lado, que la litigiosidad es estructural en tanto que no se cierran los márgenes interpretativos.

Una forma de taxonomía funcional es la clasificación de mecanismos de ajuste en virtud del riesgo asociado, de forma que encontramos: (i) riesgo de balance y medición⁷⁴ (por los ajustes vía caja, NWC y deuda), que son gestionados típicamente mediante el ajuste ex post por *completion accounts*, buscando alinear el precio final con la situación financiera de cierre; (ii) riesgo de *value leakage* en el *signing-closing gap*, que usualmente se mitiga con estructura *locked box*⁷⁵, complementado con un régimen de permisión de supuestos de extracción de valor y, a menudo, por la lógica de que el precio fijo se

⁷³ GLOBAL ARBITRATION REVIEW, Resolution of Purchase Price Disputes in M&A Transactions (The Guide to M&A Arbitration, 3rd ed., archived chapter), pp. 4-5.

⁷⁴ SULLIVAN & CROMWELL LLP (AQUILA/SANDHU/ANDERSON), Recent Trends in Private Target M&A: Navigating Dynamic Deal Structure (The M&A Lawyer, Thomson Reuters, pp. 1-2).

⁷⁵ WINSTON & STRAWN LLP, Purchase Price Adjustment Mechanisms in M&A Transactions – The Locked Box Mechanism (briefing), pp. 2-4.

intercambia por un perímetro de transferencias permitido; (iii) riesgo de *performance*⁷⁶ futuro, gestionado con *earn-outs/deferred consideration*, trasladando al vendedor parte del riesgo de que el negocio no alcance KPIs futuros, y mitigando divergencias de valoración *ex ante*; (iv) riesgo de información y de prueba, articulado mediante el diseño procesal de jerarquía de política contable aplicable, definición de *cut-off* de información, *supporting schedules*, *materiality*, y reglas de revisión; y (v) riesgo de disputa, configurado vía procedimiento de objeción y determinación del tercero⁷⁷ experto independiente, con plazos y delimitación del mandato, en aras de evitar derivar en un litigio sobre interpretación contractual.

Dicha clasificación permite una conclusión general; el mecanismo de precio no es neutral, sino que en cada elección hay un intercambio entre complejidad y certeza del precio, verificación y protección frente a la manipulación financiera, y la potencial disputa acerca de los potenciales costes de transacción indirectos.

Los mecanismos de ajuste no solo reparten riesgos, sino que crean incentivos de conducta. La estructura de *completion accounts* permite que el precio final se fije en base a las cuentas de cierre, lo que desplaza hacia el comprador una capacidad de control *ex post*, en tanto que permite revisar la forma de preparación de la información y planteamiento de objeciones. La ventaja clara es una alineación teórica con la foto real de las fuentes de fricción del *bridge*, mientras que la desventaja es que el vendedor puede percibirlo como un riesgo de erosión del precio por reinterpretación de políticas contables, reclasificaciones o ajustes. De otro lado, el *locked box* invierte la lógica: el precio se fija en *signing* por referencia a una fecha fijada de antemano (usualmente de estados financieros auditados), y no hay *true-up* posterior por caja, deuda o NWC. Formulando directamente, podemos decir que no existe en sentido estricto un ajuste *post-closing* para la derivación del EqV, pero a cambio de dicha certeza el comprador exige un régimen robusto de *leakage* para la protección de transferencias de valor desde la fecha de referencia hasta el cierre. Y, por último, una dimensión sofisticada es reconocer que el *locked box* genera una problemática de equidad inter temporal: si el riesgo y retorno económico se trasladan al comprador desde la fecha fijada, debe definirse cómo se

⁷⁶ HKCGI (Hong Kong Chartered Governance Institute), Mergers and Acquisitions Guidance Note – Issue 4 (Public Governance), October 2019, pp. 1-3.

⁷⁷ WILLKIE FARR & GALLAGHER LLP (Steven H. Reisberg), What Is Expert Determination? The Secret Alternative to Arbitration (New York Law Journal), December 2013, pp. 1-2.

compensa el valor generado en el *gap*, surgiendo por tanto el *ticker/value accrual* como alternativa para cuantificar el *time value* del valor generado.

Por tanto, la fricción esencial en ajustes de precio no proviene de errores en el cálculo, sino de definiciones discutibles: qué es un instrumento de deuda, qué partidas componen el NWC, qué política contable aplica, y qué se excluye para evitar doble conteo, si bien bajo el denominador común de que la determinación de ajustes es intrínsecamente negociada y susceptible de interpretación. La consecuencia práctica es que el SPA debe funcionar como un sistema de control de información: con el *cut-off date* se evita la aparición de hechos o reclasificaciones tardías que alteren el precio; con la jerarquía de políticas contables aplicadas se exige consistencia con las cuentas anuales preparadas y estados financieros; y con los *supporting schedules* y carga de la evidencia, se documenta el riesgo probatorio.

Los mecanismos de ajuste generan litigiosidad por tres razones estructurales: por la subjetividad y zonas grises del contrato en cuanto a clasificación, normalizaciones, *one-offs*; por los incentivos opuestos entre las partes, pues el comprador tiende a maximizar los ajustes a la baja a su favor, mientras que el vendedor pretende obtener el mayor precio posible; y por la ausencia de un estándar único. La respuesta de mercado no es evitar el conflicto, sino canalizarlo mediante procedimientos cerrados y, típicamente, determinados por tercero, tales como la fijación de un *review period*, la obligación de notificación escrita de un *Purchase Price Dispute Notice* con identificación del objeto, o con la delimitación del tercero como experto contable⁷⁸ o como auténtico árbitro, lo que asimismo configura el riesgo procesal de la operación.

En conjunto, los mecanismos de ajuste de precio operan como el primer nivel de consistencia del *deal*: deciden quién asume el riesgo del balance, del tiempo (*gap*), de la conducta⁷⁹ (*leakage*), y de la incertidumbre de performance (*earn-out*). A partir de ahí, el segundo nivel se traslada a definiciones y contabilidad; y, finalmente, el tercer nivel se verifica en el modelo financiero y en el *covenant headroom*. Dicho de otro modo, el SPA no solo fija el precio, sino que diseña el reparto del riesgo y la capacidad de prueba y control, y esa arquitectura explica tanto la eficiencia del contrato como su litigiosidad.

⁷⁸ MACGREGOR, GERVASE; MACLAY, ANDREW (BDO LLP), The Use of Expert Determinations to Resolve Sale and Purchase and Valuation Disputes (TDM paper), May 2017, pp. 1-2.

⁷⁹ KPMG, Post-acquisition Dispute Advisory (Forensic / Deal Advisory) presentation for the “Beyond the Due Diligence” section, March 2021, pp. 4-5.

4.2 Las estructuras de completion accounts versus closing accounts:

4.2.1 Diseño del mecanismo: balance de cierre, políticas contables, materialidad y perímetro legal

El contraste entre *completion accounts* y *locked box* no debe presentarse como una comparación meramente técnica, sino como una elección de arquitectura contractual para resolver un problema estructural de M&A: cómo transformar un valor económico negociado del EV en una obligación de pago jurídicamente exigible (EqV). En términos generales, las *completion accounts* convierten el precio en una cifra ajustable *ex post*, mientras que el *locked box*⁸⁰ convierte el precio en una cifra fija *ex ante* con un régimen de *permitted leakage* y, en ocasiones, un *value accrual* para compensar el periodo hasta el cierre. En todo caso, el riesgo crítico no subyace de la lógica matemática del *bridge*, sino del *drafting* contractual, pues en ausencia de un estándar normativo único, el contrato no aplica una regla externa, sino que la crea y con ella distribuye riesgos, produce incentivos y define el régimen de prueba ante disputas.

En primera instancia, el balance de cierre en el mecanismo de *completion accounts* no es una mera cuenta contable, sino que constituye la base jurídica del ajuste del precio. Por ello, el SPA debe delimitar la fecha de cierre, el perímetro abarcado por la entidad y mecánica de consolidación, así como el estándar de preparación. La práctica de mercado advierte que, si no se fija el *cut-off* de información, es susceptible la aparición de hechos posteriores o reclasificaciones que reabran la discusión del precio y litigiosidad⁸¹. Usualmente, la principal fuente de disputa no es el número final, sino el criterio contable subyacente que lo genera. Por ello, el SPA debe fijar una jerarquía típica: las políticas contables específicas pactadas; su consistencia con las cuentas de referencia según el diseño del *deal*; y, por último, IFRS/GAAP aplicable como regla subsidiaria. Asimismo, si existiera un cambio de GAAP/política, la solución radica en anticipar dicho efecto mediante proformas o reglas de equivalencia para evitar encubrir un cambio de reglas arbitrario.

De otro lado, el perímetro tampoco es un dato contable más allá de su base económica, sino que encierra la decisión jurídica de ajuste sobre la *target* estrictamente, sobre el grupo definido contractualmente, y sobre la función de *carve-outs* y *spin-offs*.

⁸⁰ GIBSON DUNN, “Are Sellers Locking Up Value by Using Locked Box Accounts?” (Client Alert), September 2018, pp. 2-4.

⁸¹ CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, *M&A Disputes* from Corporate Disputes Magazine, October 2019, pp. 5-7.

Un mecanismo robusto define el perímetro legal, y cuando este no coincide con el económico, emplea “*non-adjusting items*” para evitar que el ajuste reabra el debate de valoración, como sucede en restricciones de *upstream loans*.

La materialidad, por su parte, es un instrumento de eficiencia contractual que optimiza auditorías recurrentes, concentra dispuestas en elementos económicamente cualificados y reduce el ruido probatorio: por tanto, no solo suponen un ahorro de tiempo y costes, sino que modelan incentivos evitando impugnaciones recurrentes como estrategia negociadora. La arquitectura típica tiene a la incorporación de un periodo de revisión, obligación de notificación de ítems discutidos, y a la regla de *conclusive and binding* si no hay objeción; la técnica por defecto es la delimitación del alcance del tercero experto⁸² para evitar ambigüedades sobre su rol⁸³ como experto técnico o como árbitro con competencia de interpretación del contrato. Ello no es accesorio, sino que define el riesgo procesal del mecanismo.

4.2.2 El rol del leakage versus el permitted leakage: las garantías interinas y reporting

Si *completion accounts* desplaza el conflicto al terreno de las políticas contables, el *locked box* se centra en el plano de las transferencias de valor. La lógica jurídica⁸⁴ es cristalina: el precio se fija en base a la fecha de cierre de referencia y, por tanto, el comprador acepta asumir el riesgo económico desde ese momento; a cambio, el vendedor se obliga a no realizar extracciones de valor fuera del catálogo pactado de *permitted leakage*. El núcleo del mecanismo no es una cuenta de cierre, sino la promesa de mantener el valor comprometido.

El *locked box*, por ello, no elimina el conflicto, sino que lo reconfigura. Donde *completion accounts* tiende a generar disputas sobre clasificación y consistencia contable, *locked box* tiende a focalizar discrepancias sobre si un pago o transferencia encaja en la definición de *leakage*, si está cubierto por un *carve-out*, o si debía haberse revelado en *reporting* interno. Ahí radica la necesidad de fijar términos y definiciones con precisión para evitar *leakage* y delimitar *permitted leakage*; esa insistencia no es formalista, es una

⁸² ALIXPARTNERS (Law Business Research Ltd.), *The Role of the Quantum Expert in M&A Disputes* (chapter), December 2018, pp. 75–77.

⁸³ NEW YORK CITY BAR ASSOCIATION, *Purchase Price Adjustment Clauses & Expert Determinations: Legal Issues, Practical Problems, Suggested Improvements* (Committee Report), 2012, pp. 23-25.

⁸⁴ IASC (Independent Accountant / Dutch Institute), *Comparing the Locked Box and the Completion Accounts* (brief), November 2013, pp. 1-3.

respuesta a la naturaleza del riesgo, pues en *locked box* el litigio se decide por el perímetro de definición y por la trazabilidad de transferencias.

4.2.3 Quiebra del *locked-box*: asimetría de información, volatilidad, *carve-outs* y *cash flows*

El *locked box* suele presentarse como mecanismo moderno por su promesa de certeza y capacidad de reducir discusiones post cierre. No obstante, su eficiencia descansa sobre premisas que, si se rompen, transforman el mecanismo en un generador de riesgo y litigio. En rigor, el *locked box* se quiebra cuando el precio fijo deja de ser una forma razonable de asignar riesgo, porque no existe información suficiente de verificación de conductas y transferencias; porque la volatilidad del negocio hace que la fecha de cierre sea una referencia poco representativa, o el perímetro económico es inestable (*cash trapped*, reasignación de costes...), de modo que el régimen de *leakage* ya no compensa la incertidumbre estructural⁸⁵.

En estos escenarios, la problemática no es de la naturaleza del *locked box*, sino que el contrato está tratando de imponer certeza donde la realidad del negocio es esencialmente contingente. La consecuencia típica es doble: o bien las partes cambian de arquitectura⁸⁶ (migran a *completion accounts*, o adoptan híbridos), o bien sobredimensionan protecciones (*ticker* agresivo, *leakage schedule* expansivo, *reporting* intensivo), elevando el coste de transacción y, paradójicamente, aumentando la probabilidad de disputa, con especial atención a situaciones de *carve-out* más complejas, donde el perímetro y los *cash flows* son más difíciles de fijar y verificar.

La quiebra del *locked box* es, en términos de teoría del contrato, el síntoma de un clausulado incompleto al que se le ha exigido una certeza insostenible con pruebas y gobernanza. En ese punto, el mecanismo deja de ser una herramienta de eficiencia y se transforma en un foco de litigiosidad *ex post*.

⁸⁵ HOGAN LOVELLS (eds.), *M&A Litigation 2020* (Lexology / Getting the Deal Through, Law Business Research), pp. 73-77.

⁸⁶ TSAO, Albert H., *Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions* (University of Pennsylvania, Journal of Business Law), 2016, pp. 1129–1130.

4.2.4 El precio contingente y su impacto en creación/destrucción de eficiencia mercantil

El *earn-out*⁸⁷ es el mecanismo por excelencia de precio como contrato incompleto: parte de la premisa de que la valoración *ex ante* es irreductiblemente incierta, y traslada cierta incertidumbre al futuro, condicionando una porción del precio a métricas de rendimiento. Su potencial de eficiencia es evidente, pues permite cerrar el *valuation gap*⁸⁸ sin obligar a una de las partes a asumir por completo el error de predicción. En ese sentido, la expansión del uso de *earn-outs* o *clawbacks* en LBO refleja una transición desde el *pricing* estático hacia estructuras de precio adaptativas.

Sin embargo, el *earn-out* puede causar cierto riesgo de eficiencia. Puede destruir valor contractual por incentivos perversos (manipulación en el cálculo de métricas, reasignación de costes, decisiones de inversión distorsionadas, conflicto sobre gobierno del negocio), y puede elevar la litigiosidad si una de las partes controla unilateralmente decisiones que afecten al resultado. Por ello, el *earn-out* solo es suficiente si su diseño abarca una definición precisa de la métrica, obligaciones de *reporting* transparente, políticas *like-for-like* y *covenants* de conducta que eviten comportamientos oportunistas sin paralizar la gestión.

Un punto clave radica en que, si *completion accounts* ajusta balance y *locked box* controla el *leakage*, el *earn-out* se configura como medición de *performance* sin duplicidad de ajustes ya capturados por dichos mecanismos. Ello exige claridad y reglas anti doble conteo, porque si la misma realidad económica impacta en dos planos, el contrato produce una traslación de riesgo desordenada y, por tanto, ineficiente.

⁸⁷ FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, “*Shifting grounds: the trends reshaping international arbitration*”, in *Arbitration Trends*, 2025, pp. 28-30.

⁸⁸ RONAN O’SULLIVAN et al., *Pricing Mechanisms: Locked box vs Completion Accounts*, *PLC Mag.*, 25 January, 2012; *Practical Law* 1, 3.

**TERCER NIVEL DE CUADRO DE CONSISTENCIA:
LOS COVENANTS COMO TRANSMISIÓN DEL RIESGO AL PRECIO DE LA DEUDA,
Y A LA VALORACIÓN DEL EQUITY**

Ámbito covenant	Qué riesgo controla	Palanca contractual	Efecto en el precio final de la deuda	Impacto en valoración	Evidencia y verificación
Definiciones	Ficción de métricas; riesgo de manipulación en cálculo	Adjusted EBITDA (caps/limiting), Net Debt netting, restricted cash, pro forma	Cambia el estado del pricing grid/ratchet y el interés efectivo	Headroom ficticio supone breach temprano: IRR sobrestimada	Schedules definicionales + reconciliación + memo pro forma
Maintenance covenants	Intervención temprana (tripwire)	Nivel, step-downs, first test, LTM/YTD, perímetro (restrictido o agregado)	Aumenta coste esperado (waiver/amendment) y probabilidad de re-pricing	Menor opcionalidad (dividendos/M&A) + menor Terminal Value	Compliance certificate + calendario de test + cálculo "as tested"
Pricing y margin ratchets	Alineación riesgo traducido al spread	Escalones, métricas trigger, timing de aplicación	Coste de deuda endógeno (sube/baja con leverage/cover)	Impacta FCF: al ritmo de deleveraging y al valor de salida	Ratchet schedule + fechas de aplicación + interest periods
Cash waterfall	Protección de amortización (deleveraging)	Cash sweep %, permitted uses, RCF re-borrow	Reduce saldo y modifica ratchet futuro: afecta liquidez	IRR y equity value cambia por trayectoria de deuda	Waterfall contractual + bank recs + tracking de uses
Distribuciones y Restricted Payments	Value leakage hacia equity	Lista Restricted payments, baskets, buildier baskets	Riesgo percibido mayor implica pricing más caro o restricciones	Limita extracción de valor; altera estrategia de salida	RP tests + notices + evidencia de compliance
Equity Cure y remedios	Estabilidad ante shock; evitar default o lock-up ante lenders	Estructura del equity cure (pay/down vs deemed), límites y ventanas de uso	Evita, pero encarece renegociación; tiende a maquillar ratios	Si es paydown preserva valor; si es deemed desplaza riesgo	Prueba de inyección + aplicación contractual + tracking post-cure

Fuente: Elaboración propia

5 CAPÍTULO V – COVENANTS FINANCIEROS EN LAS OPERACIONES LBO: CONTROL SOBRE EL VALOR Y SOBRE EL PRECIO DE LA DEUDA

5.1 Función económica y contractual del clausulado de covenants en operaciones LBO: relevancia e impacto en valoración

En una operación LBO⁸⁹, el contrato de financiación no se limita a fijar un principal, un calendario y tipo de interés. Constituye pues, en términos funcionales, una consolidación privada de la estructura de capital, que asigna derechos contingentes de control. En particular, el *covenant package* opera como ingeniería contractual para la preservación de valor de crédito frente a conductas de desplazamiento del riesgo y *leakage*; para la transformación de la realidad económica en métricas verificables; y para la formación de un precio dinámico del capital ajeno (*margin ratchets*) en función del riesgo. Es por ello que el precio real de la deuda y, por ende, el EqV, no se determina solo en el *signing*, sino a través de la dinámica contractual de *testing*, *breach* y renegociación.

El alto *leverage* de la LBO exacerba el conflicto de intereses entre *debtholders* y *equity investors*: el inversor conserva la convexidad del *upside*, pero el *downside*⁹⁰ se solidariza parcialmente con la deuda. Desde una perspectiva de gobierno corporativo, los *covenants* constituyen el mecanismo por el cual el acreedor limita conductas erosivas de su posición (distribuciones, mayor endeudamiento, disposición de activos, M&A oportunista), y se reserva la capacidad de intervenir previo a la irreversible destrucción de valor. Dicha lógica se aprecia por contraste en los mercados donde se difuminan los entresijos de la intervención⁹¹: de este modo, el *covenant* no es un mero ratio decorativo, sino una cláusula que asigna control de forma contingente y reduce la probabilidad de deterioro no detectado.

Desde el punto de vista jurídico-contractual, el *covenant package* refleja que el contrato de financiación es incompleto: no puede especificar de forma exhaustiva conductas óptimas bajo cualquier escenario. Por ello, se tienden a incorporar métricas de cálculo verificable tales como tests, ratios, *borrowing bases*, *pricing grids* que accionan consecuencias jurídicas cuando el estado financiero de la sociedad *target* se desvía de las

⁸⁹ MALHOTRA, S. “A Pragmatist’s Guide to Leveraged Finance: credit analysis for bonds and bank debt”, 2016, pp. 26-29.

⁹⁰ MOODY’S, *Request for Comment on Moody’s Indenture Covenant Research & Assessment Framework*, pp. 3-4.

⁹¹ GÂRLEANU, NICOLAE; ZWIEBEL, JEFFREY, *Design and Renegotiation of Debt Covenants*, September 2006, pp. 22-24.

proyecciones⁹². En la práctica, el incumplimiento no es necesariamente la declaración de *default* por defecto, sino que tiene a fijarse como punto de renegociación⁹³ que reequilibra poder y permite recontractar el riesgo (es la casuística de los DSCR por debajo del *lock-up threshold level*).

Un matiz relevante es que los *covenants* encierran un auténtico sistema de producción de prueba. El contrato de financiación contiene obligaciones de *reporting*, define ventanas temporales (YTD/LTM), fija perímetro contable y exige certificados de cumplimiento. Este aparato transforma un riesgo económico difuso en una disyuntiva de estado jurídico verificable: *compliant or non-compliant*. En el marco LMA, la base temporal de las ratios actúa como disciplina de transparencia, condicionando tanto el modelo como las prácticas internas de análisis financiero, reduciendo el espacio de la manipulación⁹⁴.

En un LBO, dada su naturaleza, el coste de la deuda no es una constante, sino que puede definirse como una función del rendimiento financiero y riesgo intrínseco, así como en virtud del *covenant headroom*. El precio de la deuda se articula dinámicamente por dos vías: (i) *pricing grids/margin ratchets*, que ajustan el margen del tipo aplicable según *leverage*/cobertura (p. ej., si el DSCR es menor a 1.10x, entonces el tipo de interés aplicable pasa a ser Euribor 6M + 2.2%); (ii) el coste esperado de dicha renegociación de términos, trasladado a *step-ups*, *structuring costs* cuando dicho margen se erosiona. De forma directa, el impacto en el WACC se produce a nivel de la deuda, pero también a nivel del coste del *equity*, dado el incremento de riesgo por el elevado apalancamiento. La consecuencia para la valoración es clave: el EqV no es únicamente EV – Net Debt, sino que es el valor residual tras internalizar la dinámica contractual del crédito por restricciones, costes contingentes y *re-pricing*, lo que nos lleva a sintetizar que el *covenant package* no es neutral en la distribución de valor, pues altera la protección del acreedor y, por tanto, el precio y valor esperado del *equity*.

⁹² NINI, GREG; SMITH, DAVID C.; SUFI, AMIR, Creditor Control Rights and Firm Investment Policy (Wharton Faculty Research / Journal of Financial Economics), June 2009, pp. 13-15.

⁹³ OECD, Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance (OECD report, Working Papers No. 16), 2015, pp. 48-50.

⁹⁴ BOURVEAU, THOMAS; STICE, DERRALD; RENHENG, WANG, Strategic Disclosure and Debt Covenant Violation, 2015, pp. 10-11.

5.2 La prevision del equity cure: mecánica, efectos sobre métricas y debate sobre su materialidad

El *equity cure*⁹⁵ es una cláusula de alto contenido económico en aras de evitar una situación de *default* por un contexto coyuntural puntual: introduce un derecho para la sociedad *target* de inyectar *equity* para evitar un *breach of covenants*⁹⁶, preservando la continuidad del *deal*. Es, por diseño, una opción contractual de recapitalización contingente que altera parcialmente la distribución de control y costes. No obstante, en LMA leveraged el *equity cure* no es un seguro ilimitado, pues es frecuente la inclusión de límites⁹⁷ en cuanto a frecuencia (p. ej., no en más de dos periodos consecutivos), como *cap* total (máximo en tres ocasiones durante el periodo de financiación), y con un requerimiento de aportación en plazo ligado al *compliance certificate*. Ello se justifica porque el *equity cure* existe como mecanismo para absorber puntualmente un shock financiero de forma finita, por lo que forma parte del diseño del riesgo.

El punto más fino es la distinción entre la cura de la economía del *deal* y la cura únicamente del test, lo que conlleva que los *lenders* tiendan a buscar que el cálculo sea únicamente efectuado con el propósito de determinar que se ha suprimido el estado de incumplimiento del contrato de financiación. No obstante, ello abre un debate de materialidad en un doble plano atendiendo a la configuración de la naturaleza de la cura: de un lado, si el *equity cure* se aplica como *paydown* de la deuda, se reducen intereses futuros, mejora la caja y preserva cierto valor económico; pero si el *equity cure* opera como un *deemed adjustment* para ratios, se trata de una mera llamada de capital para preservar la continuidad contractual, pero sin impacto directo en la operativa de liquidez de la sociedad.

Asimismo, la cura interactúa indudablemente con el precio: si el margen se ajusta por el *leverage*, la sociedad pretenderá que el *cure* le permita beneficiarse como una suerte de repago anticipado de la deuda, si bien ello depende de si el contrato reconoce su naturaleza como parte del *pricing* o únicamente para propósito artificial de evitar un incumplimiento contractual. En conexión, la eficacia del *equity cure* depende de cómo el contrato defina la situación de *default*, pues si se requiere de un *waiver* aunque exista

⁹⁵ LCD (S&P GLOBAL / LCDCOMPS), Leveraged Loan Primer / Loan Market Guide, Pitchbook, pp. 12-13.

⁹⁶ CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP. “Latest in European Leveraged Finance – Equity Cure Clauses”. Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, 2018, pp. 1-4.

⁹⁷ BHFS (Buchalter / Berman Hopkins / firm memo), Equity Cure Rights In Middle-Market Deals — A Primer (Law360 reprint), 18 September 2014, pp. 2-3.

como remedio, el *cure* pierde parte de su efecto, denotando una problemática de diseño que conlleva inconsistencia sin neutralizar todas las consecuencias contractuales.

5.3 Covenant headroom, testing y negociación frente a lender: los incumplimientos contractuales, waivers y amendments

El *covenant headroom* es la distancia del cálculo efectuado hasta el nivel de *breach*, pero jurídicamente significa algo más: es el margen de seguridad que separa un estado de normalidad de un estado de renegociación forzada. En el modelo LBO, el *headroom* convierte la incertidumbre de las proyecciones financieras en un riesgo contractual cuantificado. De hecho, la disciplina del *covenant* se materializa en la mecánica del test, pues la referencia no es meramente descriptiva, sino que muestra la base teleológica del contrato por captar la sostenibilidad de la capacidad de servicio de la deuda y evitar que el prestatario aluda a la estacionalidad para depurar responsabilidades. En otro plano, el *covenant package* produce prueba: el *compliance certificate* incluye confirmación de cumplimiento y cálculos auxiliares, contemplando firma de directores, y opcionalmente de auditores, denotando el puente entre lo mercantil y el contrato de financiación, pues el *covenant* genera deberes de veracidad, trazabilidad y gobernanza interna.

Un punto clave es que el *headroom* se negocia a partir de palancas contractuales: base temporal del test, perímetro obligado, reglas de pro forma, timing de *ratchets* y *reporting burdens*. De hecho, uno de los ejemplos por excelencia acontece cuando el prestatario pretende beneficiarse del repago de la deuda con efecto desde la fecha de emisión del *compliance certificate*, impactando de forma directa en un menor interés a pagar por calcularse sobre un principal más bajo. Si la renegociación es estructural⁹⁸ en contratos de financiación a largo plazo, entonces el *breach* debe conceptualizarse como un evento que redistribuye poder y especifica el nuevo riesgo, surgiendo la vía de los *waivers/amendments*. El *waiver* tiende a ser una renuncia puntual a remedios a cambio de una cuota o margen, mientras que el *amendment* altera de facto las condiciones del contrato (*covenant reset, baskets, collateral*). En ambos casos⁹⁹, el coste para el *sponsor*

⁹⁸ URÍA MENÉNDEZ: “Loan Documentation in Europe: recent trends and current issues”. Uría Menéndez, 2014, pp. 54-58.

⁹⁹ MOODY’S INVESTORS SERVICE. “Financial covenant waivers give companies leeway to rebuild battered earnings”. Cross-Sector, Sector In-Depth: Moody’s Investors Service, 23 March 2021, pp. 2-4.

no es solo monetario, sino pérdida de opcionalidad (flexibilidad de refinanciación¹⁰⁰) y endurecimiento probatorio de *reports* transparentes.

En suma, el efecto sobre el *equity* se produce en cadena: la implementación de *fees/margin step-ups* reducen el FCFF, lo que atrasa el proceso de *deleveraging*, con la consecuente activación de *ratchets* por empeorar la capacidad de servicio de deuda, se incrementa el WACC, y, por tanto, acaba erosionando parte del EqV. En términos de valoración, el *waiver/amendment* altera la distribución de escenarios y, por tanto, el EqV, demostrando que inconsistencias en definiciones aceleran el paso de *downside* operativo a renegociación contractual, adelantando la destrucción de valor¹⁰¹.

¹⁰⁰ ROBERTS, M., AND A. SUFI, 2009a, Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation, *Journal of Finance* 64, 1657–1695.

¹⁰¹ ECB, Bank lines of credit as contingent liquidity – A study of covenant violations and their implications (ECB Working Paper 1702), August 2014, pp. 5-6.

**CUARTO NIVEL DE CUADRO DE CONSISTENCIA:
COHERENCIA TOTAL DEL DEAL HALLADA ENTRE EL VALOR EN SPA, EL BINOMIO RENTABILIDAD-RIESGO DEL MODELO,
Y EL REMEDIO APLICABLE EN EL CONTRATO DE FINANCIACIÓN**

Eje integrador	Principio de consistencia	Dónde se fija (SPA / financiación / modelo)	Patrón de ruptura	Consecuencia observable	Control operativo (framework)
Unidad económica	Misma magnitud económica (mismo contenido) a través del ciclo EV→Eqv→covenants	SPA: bridge y schedules Financiación: métricas y netting Modelo: drivers y outputs	Mismo nombre (EBITDA/Net Debt) con contenido distinto (caps, netting, items)	Eqv "corrector" pero riesgo crediticio "incorrecto" → re-pricing o breach	Definition Map con equivalencias; reconciliación explícita cuando no procede alinear
Perímetro legal y económico	Mismo grupo o reconciliación formal (target vs restricted/obligor)	SPA: target/Group/Carve-outs Financiación: Restricted/Obligor group Modelo: consolidación	Modelo incluye EBITDA/caja fuera del perímetro de test: cash trap	Headroom sobrestimado: breach técnico: pérdida de opcionalidad de salida	Perimeter bridge + reporting por perímetros + ajuste del modelo "as tested"
Timing	Mismo momento o regla de traducción (cut-off, LTM, YTD)	SPA: locked box/closing date/cut-off Financiación: test dates LTM/stub Modelo: calendario y descuento a PV	Primer test en inadecuado business cycle point: cut-offs inconsistentes entre accounts y compliance	Renegociación prematura; disputa de accounts: step-ups por ratchet	Contract calendar en el modelo + protocolo de cut-off + forecasting de covenants
Norma contable y políticas	Mismo GAAP/policies o equivalencia adjustment	SPA: Accounting policies schedule Financiación: frozen GAAP/equivalencias Modelo: supuestos contables	IFRS/PGC/policies divergentes alteran Net Debt/INWC/EBITDA	Precio discutible y/o breach "técnico" por cambios de criterio	Policy hierarchy + proformas + cláusula anti-cambio; reconciliación por ajustes
Verificabilidad (prueba)	Trazable, reproducible y sin doble conteo	SPA: supporting schedules Financiación: compliance certificate Modelo: input register y sensibilidades	Números no auditables: double counting (debt y WC/leakage)	Litigio o re-pricing por asimetría probatoria	Evidence Pack + anti-double counting + checklist de evidencias y responsables
Mecanismo de corrección	El remedio debe curar economía o estado jurídico de forma controlada	SPA: Claims/offset escenario Financiación: cure/waiver/amendment Modelo: stress/breakpoints	Cure cosmético o waiver que re-precifica sin reflejo en el modelo	"Precio real" cambia: fees/step-ups/restricciones → equity value cae	Model Consistency test: impacto económico del remedy + breakpoint + escenarios de renegociación

Fuente: Elaboración propia

6 CAPÍTULO VI – TESIS CENTRAL Y CONCLUSIONES

Este capítulo cumple una función distinta al resto del trabajo. Mientras los capítulos anteriores analizan los mecanismos de precio del SPA, la lógica subyacente del LBO y la traslación de la valoración del modelo financiero, este capítulo formula y demuestra una tesis de integración: el LBO no se sostiene por la excelencia aislada de cada parte, sino por la consistencia transversal y holística de las definiciones y metodología. Dicha consistencia no es un ideal formalista, sino condición de ejecutabilidad jurídico-económica del precio.

La razón es estructural, pues en LBO, las magnitudes que determinan el valor riesgo (EBITDA, *Net Debt*, *Cash*, NWC, perímetro...) aparecen en tres planos con finalidades diferentes: el SPA maximiza la asignación comprador-vendedor del riesgo de balance y del *gap*; el contrato de financiación perfila la protección del crédito, la disciplina de información y la intervención contingente; y el modelo define la valoración, coherencia financiera y retornos bajo el análisis de escenarios. Si estas dimensiones emplean términos idénticos con delimitaciones distintas, el *deal* entra en una zona de inconsistencia global: el precio puede ser adecuado en un plano, y distorsionado en otro; la operación puede aparentar viable en el modelo y, simultáneamente ser inviable a nivel de financiación; y el *gap* puede quedar protegido en el SPA mientras la financiación lo reintroduce vía *covenants* y *reporting*. La tesis, por tanto, pretende subrayar que la ruptura del deal suele nacer de errores de arquitectura de la operación, por tratarse de condiciones no isomórficas.

Como conclusiones estructuradas, cabe presentar:

Primera. La valoración en un LBO no culmina en un número; culmina en una arquitectura contractual que convierte valor en precio exigible. El EV es una proposición económica, mientras que el EqV es una obligación jurídica: el *bridge* entre ambos se gobierna por mecanismos (*completion accounts*, *locked box*, *earn-outs*), definiciones (*Net Debt*, EBITDA, *Cash*, NWC) y jerarquías contables. La excelencia técnica consiste en demostrar que la traducción de EV a EqV no es una derivada estática, sino una auténtica estructura de asignación de riesgo y prueba.

Segunda. El precio en M&A es una palanca de asignación de riesgo, pues cada mecanismo se relaciona intrínsecamente con una clase distinta de incertidumbre. Mientras que *completion accounts* internaliza el riesgo de balance al cierre mediante

verificación *ex post*, el *locked box* compra certeza *ex ante* y desplaza el riesgo al régimen de *leakage* y al *reporting*. La implicación es que no existe en abstracto la alternativa ideal, sino mecanismo eficiente cuando el riesgo dominante del *deal* es el que este puede medir, controlar y comprobar con el menor coste de transacción.

Tercera. El *signing-closing gap* es el espacio donde el contrato deja de ser precio y se convierte en gobernanza. Las cláusulas MAC/MAE e *interim covenants* no son cláusulas meramente accesorias, sino la respuesta a un problema de control durante el periodo en el que el LBO *player* ha asumido exposición económica sin haber adquirido todavía la propiedad plena o control operativo. Con independencia del mecanismo elegido, el objetivo es común: impedir que el valor esperado del modelo sea erosionado por decisiones no internalizadas en el precio.

Cuarta. En LBO, el contrato de financiación no únicamente auxilia la operación: la gobierna mediante derechos contingentes de control y formación dinámica del coste de capital. Los *covenants* son simultáneamente un mecanismo de disciplina y un mecanismo de precio (*margin ratchets/pricing grids*). La consecuencia es que el coste efectivo de la deuda es endógeno, pues depende del *covenant headroom*, de la capacidad de generación de *cash flow* y, en última instancia por el ritmo de *deleveraging*. Por tanto, cualquier análisis de valoración que trate el coste del *equity* como un *input* fijo y exógeno incurre en un error metodológico: omite la dimensión contractual que reconfigura la operación

Quinta. La consistencia en definiciones es el principio unificador subyacente del LBO y requisito *sine qua non* para su viabilidad. La operación puede ser económicamente viable y, aun así, fracasar por activación contractual (*breach of covenants, trigger of amendments, leakage claims*) causada por definiciones no isomórficas entre SPA, financiación y modelo. Ello conlleva la integración holística entre que el modelo financiero fije la valoración y escenarios; que el SPA fije las definiciones y mecánicas; y que la financiación fije la configuración de la deuda y *covenants*. Si los conceptos son nominalmente idénticos, pero jurídicamente diferentes, el modelo produce señales falsas y la operación se rompe por vía contractual.

Sexta. La variable crítica no es la aproximación al precio, sino la verificabilidad y trazabilidad, pues la operación se vuelve ineficiente cuando no puede probarse. En ulterior instancia, el coste de transacción de un *deal* viene determinado por la capacidad de las partes de producir evidencia reproducible (*supporting schedules, cut-offs, bank*

confirmations, compliance certificates). Cuando la prueba no está diseñada *ex ante*, la controversia se desplaza del cálculo al poder negociador, elevando litigiosidad y *re-pricing*. Por ello, la calidad jurídica en M&A *leveraged* se mide por auditabilidad, por la capacidad de recalcular sin intuición.

Séptima. El modelo LBO tiene un rol más allá de ser instrumento de análisis de retorno, pues permite un control de coherencia contractual. Un modelo financiero no estima únicamente el IRR o MOIC, sino que verifica la consistencia entre el *bridge* de EV a EqV del SPA; el calendario de deuda y *cash waterfall*; y métricas como el DSCR o *covenant headroom* en fechas reales. Por lo tanto, el modelo financiero pasa a ser herramienta de control jurídico-financiero: si el modelo no replica definiciones contractuales, es internamente coherente pero jurídicamente falso.

Octava. El *equity cure*, los *waivers* y los *amendments* revelan el precio real de la operación, pues el coste de capital se reescribe en la renegociación. En *leveraged finance*, el reajuste de los términos de la operación no es anomalía, sino parte del diseño de contingencias. El *equity cure* es una opción limitada que puede curar la ratio sin mejorar la situación económica, o permitir su uso como repago de la deuda; su materialidad dependerá de dicha distinción. Los *waivers/amendments* re-precifican el riesgo mediante *fees, margin step-ups* y restricciones de distribuciones, afectando a la *exit strategy*.

VII. BIBLIOGRAFÍA

1) LEGISLACIÓN

España. (2015, 23 de octubre). *Real Decreto Legislativo 2/2015, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores. Boletín Oficial del Estado.*

España. (2003, 17 de diciembre). *Ley 58/2003, General Tributaria. Boletín Oficial del Estado.*

2) JURISPRUDENCIA

Delaware Courts (EE. UU: SKADDEN, "Analyzing Akorn: Delaware's First M&A Termination Under Material Adverse Effect".

MARTÍN FLÓREZ, LOURDES, *"La sucesión de empresa. Reflexiones sobre la significativa y esperada reforma del artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores"*, Actualidad Jurídica Uría & Menéndez, n.º 1, enero 2002.

STJUE 11 de marzo de 1997, Süzen, ap./, y STJUE 10 de diciembre de 1998, Hernández Vidal, ap./.

3) OBRAS DOCTRINALES

AAVA, O., "Risk allocation mechanisms in merger and acquisition agreements", Helsinki Law Review, n.o 2, vol. 4, 2010.

ALIXPARTNERS (Law Business Research Ltd.), The Role of the Quantum Expert in M&A Disputes (chapter), December 2018.

ARES MANAGEMENT LIMITED AS AGENT, and APC HOLDINGS I, L.P, "Senior Facilities Agreement".

AVERY, D., "2023 Trends in Private Target M&A: Purchase Price Adjustments", Bloomberg Law, 2024.

BAKER MCKENZIE, "In the Know: ESG Margin Ratchet", November 2021, PDF.

BHFS (Buchalter / Berman Hopkins / firm memo), Equity Cure Rights In Middle-Market Deals - A Primer (Law360 reprint), 18 September 2014.

BOURVEAU, THOMAS; STICE, DERRALD; RENHENG, WANG, Strategic Disclosure and DEBT COVENANT VIOLATION, 2015.

BREAKING INTO WALL STREET, IB Interview Guide - Module 4: Equity Value, Enterprise Value, and Valuation Metrics and Multiples.

BVCA - A GUIDE TO PRIVATE EQUITY, Investing in Britain's Future.

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP, M&A Disputes from Corporate Disputes Magazine, October 2019.

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP. "Latest in European Leveraged Finance - Equity Cure Clauses". Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, 2018.

CLEARY GOTTlieb, Latest in European Leveraged Finance: EBITDA Addbacks, PDF.

CLIFFORD CHANCE, "Across the Pond and Back Again: US and European Leveraged Finance Terms", November 2015.

CLIFFORD CHANCE, "Purchase Price Adjustments in Private M&A", petición típica del vendedor en subasta.

CORNELL, Bradford; GERGER, Richard, "Estimating Terminal Values with Inflation: The Inputs Matter-It Is Not a Formulaic Exercise", Business Valuation Review (American Society of Appraisers), Winter 2017.

CRAVATH, SWAINE & MOORE LLP. "Ordinary Course Covenants in U.S. Merger Agreements (Legal 500 M&A Guide - Hot Topic)". Cravath, 2022.

CUATRECASAS, Legal trends in financing in Spain, Octubre 2025.

DAMODARAN, Aswath, "Chapter 2: Approaches to Valuation", Investment Valuation (2nd ed.).

DAMODARAN, Aswath, "It is all relative... Multiples, Comparables and Value!", Stern School of Business (NYU).

DAMODARAN, Aswath, Firm Valuation: Cost of Capital and Adjusted Present Value Approaches (Valuation, 3rd ed.), Chapter 15.

DAMODARAN, Aswath, Valuation: Principles and Practice (Corporate Finance, 3rd ed.), Chapter 12, Stern School of Business (NYU).

Debevoise & Plimpton, "English High Court Interprets Material Adverse Change Clause" (client update).

ECB, Bank lines of credit as contingent liquidity - A study of covenant violations and their implications (ECB Working Paper 1702), August 2014.

ELFA (European Leveraged Finance Association), in ELFA Insights (Vol. 8): Increased Transparency on Covenant Capacity is Essential to Good Governance... 2020.

ERIN SIMMONS, JUSTIN RIESS & LAURA SHAPIRO. EBITDA Adjustments in Loan Negotiations (Alert), 2024.

FEDERAL RESERVE BANK OF PHILADELPHIA WORKING PAPER, November 1, 2009, apartado "The Excess Cash Flow Sweep Covenant".

FENOLLAR GONZÁLEZ, MARÍA, "Las cláusulas MAC...", Anuario Facultad de Derecho - Universidad de Alcalá, XII (2019).

FERNÁNDEZ TORRES, I., "Special purpose Acquisition Company (SPAC): una aproximación jurídica desde la perspectiva del derecho español", Revista de derecho bancario y BURSÁTIL, núm. 163, 2021.

FERNÁNDEZ, Pablo, "Company Valuation Methods", IESE Business School (University of Navarra).

FERRADA, E. y SÁNCHEZ-TERÁN, S., "Compraventa con sucesión universal", 2011.

FERRERO ÁLVAREZ-CEDRÓN, G. y MUSSIO GONZÁLEZ, A., "El ajuste de precio en un contrato de transferencia de acciones", Themis Revista de Derecho, vol. 84, 2023.

FITCH SOLUTIONS THROUGH COVENANT REVIEW LLC, "EBITDA Addbacks in European High Yield Bonds and Leveraged Loans", August 16, 2021, PDF.

FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, "Shifting grounds: the trends reshaping international arbitration", in Arbitration Trends, 2025.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, Javier. "Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas". 4ª ed.:Aranzadi-La ley, 2024.

GÂRLEANU, NICOLAE; ZWIEBEL, JEFFREY, Design and RENEGOTIATION OF DEBT COVENANTS, September 2006.

GIBSON DUNN, "Are Sellers Locking Up Value by Using Locked Box Accounts?" (Client Alert), September 2018.

GILI SALDAÑA, M., "Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas (MAC clauses in business purchase agreements)" InDret, vol.1, 2013.

GIMENO BEVIÁ, V., "Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa",..

GLOBAL ARBITRATION REVIEW, Resolution of Purchase Price Disputes in M&A Transactions (The Guide to M&A Arbitration, 3rd ed., archived chapter).

GRANT THORNTON UK LLP IN ICAEW, "Completion Mechanisms: Determining the final equity value in transactions".

HARRISON, C., "Make the deal: Negotiating Mergers & Acquisitions", Bloomberg BNA, New Jersey, 2016.

HERNANDO CEBRIÁ, L., "El contrato de compraventa de empresa", Valencia, 2005.

HERRERA MARTÍNEZ, ANTONIO, "El contrato de compraventa de activos", en Quetglas (dir.), Manual de fusiones y ADQUISICIONES DE EMPRESAS, 4.^a ed., Aranzadi-La Ley, 2024.

HKCGI (Hong Kong Chartered Governance Institute), Mergers and Acquisitions Guidance Note - Issue 4 (Public Governance), October 2019.

HOGAN LOVELLS (eds.), M&A Litigation 2020 (Lexology / Getting the Deal Through, Law Business Research).

IASC (Independent Accountant / Dutch Institute), Comparing the Locked Box and the Completion Accounts (brief), November 2013.

IBA (European Corporate and M&A Conference), Masterclass in negotiating - Presentation, "Getting to a Purchase Price - Enterprise and Equity Value".

IBA, Spain Negotiated M&A Guide 2022, "Structure of the transaction".

ICAEW (Corporate Finance Faculty), Financial due diligence guideline (2024).

ICAEW Corporate Finance Faculty (Grant Thornton UK LLP), Completion Mechanisms - Best Practice Guideline 64, sección "Arriving at the Equity Value / Enterprise value to equity value bridge".

ICAEW, Earn-out agreements guideline (Corporate Finance Faculty Best Practice Guideline).

IFRS FOUNDATION, IFRS 16 Leases (IFRS Standards, issued 2022), (Initial measurement of the lease liability).

IFRS FOUNDATION, IFRS 9 Financial Instruments (IFRS Standards, issued 2022), sección 3.2.

IFRS FOUNDATION. Educational Material on Fair Value Measurement (IFRS 13).

IOSCO, "Leveraged Loans and CLOs: Good Practices for Consideration", International Organization of Securities Commissions, 2024.

IPEV, "International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines", edición 2025.

IVSC, IVS 200 - "Business and Business Interests (Exposure Draft: Final)", published on 2 June 2016.

JENSEN, Michael C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". American Economic Review, 1986.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. "Leveraged Buyouts and Private Equity". Journal of Economic Perspectives, vol. 23, n.º 1, 2009.

KPMG, Post-acquisition Dispute Advisory (Forensic / Deal Advisory) presentation for the "Beyond the Due Diligence" section, March 2021.

KPMG, Private equity and ILS valuations (2020), diapositivas/guía.

LATHAM & WATKINS, "The Dynamics of European Covenant Lite", 12th Edition, 2024, Chapter 11.

LCD (S&P GLOBAL / LCDCOMPS), Leveraged Loan Primer / Loan Market Guide, Pitchbook.

MACGREGOR, GERVASE; MACLAY, ANDREW (BDO LLP), The Use of Expert Determinations to Resolve Sale and Purchase and Valuation Disputes (TDM paper), May 2017.

MALHOTRA, S. "A Pragmatist's Guide to Leveraged Finance: credit analysis for bonds and bank debt", 2016.

MARCOS, F., "Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014", IE Law School, Working Paper, AJ8-228, Madrid, 2015.

MAUBOUSSIN, Michael J. y CALLAHAN, Dan, "Valuation Multiples: What They Miss, Why They Differ, and the Link to Fundamentals", Counterpoint Global Insights (Morgan Stanley Investment Management), 23 abril 2024.

MOODY'S INVESTORS SERVICE. "Financial covenant waivers give companies leeway to rebuild battered earnings". Cross-Sector, Sector In-Depth: Moody's Investors Service, 23 March 2021.

MOODY'S, Request for Comment on Moody's Indenture Covenant Research & Assessment Framework.

MOOIJ, R.A; Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions, IMF Staff Discussion Note SDN/11/11, 3 May 2011.

MOYA VELASCO, J. J., "Información asimétrica en los contratos de compraventa de empresas", Anuario jurídico Villanueva., n.o VI, 2012..

NEW YORK CITY BAR ASSOCIATION, Purchase Price Adjustment Clauses & Expert Determinations: Legal Issues, Practical Problems, Suggested Improvements (Committee Report), 2012.

NINI, GREG; SMITH, DAVID C.; SUFI, AMIR, Creditor Control Rights and Firm Investment Policy (Wharton Faculty Research / Journal of Financial Economics), June 2009.

OECD, Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance (OECD report, Working Papers No. 16), 2015.

PÉREZ LÓPEZ, ÁNGEL y ÁLVAREZ COUSO, IGNACIO, "Acquisition Finance: Banking Finance and Capital Markets", en Manual de Fusiones y ADQUISICIONES DE EMPRESAS, 4.^a ed., Aranzadi-La Ley, 2024.

PWC, Share purchase agreements - the bits around the edges (PwC Legal Business Solutions Academy), April 2024.

REDONDO, C., "¿Cuáles son las limitaciones legales aplicables al ajuste de precio en los contratos de compraventa de empresas?", Araoz & Rueda, 2019.

RICS, RICS Valuation - Global Standards (effective 2022), London, Royal Institution of Chartered Surveyors, 2021, apdos. 7.15-7.16.

ROBERTS, M., AND A. SUFI, 2009a, Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation, Journal of Finance 64, 1657-1695.

ROJO RAMÍREZ, et. al. "Valoración por múltiplos", Documentos AECA, Serie Valoración y FINANCIACIÓN DE EMPRESAS, Documento nº 15, Madrid, 2019.

S&P GLOBAL RATINGS: "EBITDA Addback Study Shows Increased Debt Projection and Leverage Misses". S&P Global Ratings, 2026.

SIMPSON THACHER & BARLETT LLP, "Leveraged Finance 101: A Covenant Handbook".

SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP, A Comparison of Key Provisions in U.S. and European Leveraged Loan Agreements (Lending & Secured Finance 2020/2022).

SUBRAMANIAN, Guhan. "Deals in the Time of Pandemic". Harvard Law School / Journal publication, 2020.

SULLIVAN & CROMWELL LLP (AQUILA/SANDHU/ANDERSON), Recent Trends in Private Target M&A: Navigating Dynamic Deal Structure (The M&A Lawyer, Thomson Reuters.

TSAO, Albert H., Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions (University of Pennsylvania, Journal of Business Law), 2016.

URÍA MENÉNDEZ: "Loan Documentation in Europe: recent trends and current issues". Uría Menéndez, 2014.

VALLS MARTÍNEZ, M. C., "Métodos clásicos de valoración de empresas", Investigaciones Europeas de Dirección y ECONOMÍA DE LA EMPRESA, vol. 7, n. 3, 2001.

WILLKIE FARR & GALLAGHER LLP (Steven H. Reisberg), What Is Expert Determination? The Secret Alternative to Arbitration (New York Law Journal), December 2013.

WINSTON & STRAWN LLP, Purchase Price Adjustment Mechanisms in M&A Transactions - The Locked Box Mechanism (briefing).

YI, A.; MAZUR, A. y BATRA, S., "To lock or not to lock? An introduction to the locked box closing mechanism", PwC, 2021.

4) RECURSOS DE INTERNET

GIBSON DUNN & CRUTCHER LLP, “Managing Purchase Price Adjustment Disputes” (webcast slides), 2022. Disponible en: <https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/2022/05/WebcastSlides-Managing-Purchase-Price-Adjustment-Disputes-10-MAY-2022.pdf>(consultado el 12/03/2026).

O'SULLIVAN, R.; MCNAUGHTON, R. y DOE, J., “Pricing mechanisms: locked box vs completion accounts”, Practical Law (PLC Magazine), 25 January 2012. Disponible en: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-516-6888?contextData=%28sc.Default%29&transitionType=Default>(consultado el 12/03/2026).

ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua, Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions (sample), Wiley Finance.