



Close the deal: Mecanismos de pago del precio de compra en contratos de compraventa de acciones^(*)

Close the deal: Mechanisms for the payment of the purchase price in share purchase and sale agreements

Kiomi Osorio Ishikawa^()**

Cuatrecasas (Lima, Perú)

Isabella Monsante Moy^(*)**

Cuatrecasas (Lima, Perú)

*Price is what you pay, value
is what you get*
Warren Buffet

Resumen: Los últimos acontecimientos mundiales como la pandemia de la COVID-19 y los distintos escenarios políticos trajeron consigo una gran incertidumbre económica que todavía permanece, especialmente, en el país. En efecto, el sector de fusiones y adquisiciones de empresas (M&A) en el Perú no ha sido ajeno a ésta. Sin embargo, es tarea de los agentes del mercado crear estrategias para mitigar la incertidumbre y generar incentivos para reactivar las inversiones tanto de capital extranjero como peruano.

En esa línea, en el presente artículo, las autoras han identificado al mecanismo de pago de precio que se emplea en un contrato de compraventa de acciones como clave en la reactivación y potenciación de las operaciones de M&A en un contexto de incertidumbre económica. Así, las autoras desarrollan los mecanismos de pago de precio que se han empleado en los contratos de compraventa de acciones a efectos de dinamizar el mercado de M&A.

Palabras clave: Mecanismo de pago de precio - Contrato de compraventa de acciones - Fusiones y adquisiciones - Incertidumbre económica - Mercado peruano

Abstract: The past events that have shaped our world, such as the COVID-19 Pandemic and the different political outcomes, entailed a scenario of major economic uncertainty in the global market that remains, particularly, in our country. Admittedly, mergers and acquisitions of companies (M&A) in Peru have also been heavily affected. However, it is the market agents' duty to find new strategies to mitigate the economic uncertainty by generating incentives through legal and financial security to the foreign and national investors.

Consequently, in this article, the authors have identified the pricing mechanism, employed in Shares Purchase Agreements, as a key element in the recovery and boosting of M&A deals in the Peruvian market driven by uncertainty. Thus, the authors present the pricing mechanisms that have been traditionally used in Shares Purchase Agreements but also introduce the new trends in global pricing mechanisms that have come to stay and fit.

(*) Nota del Equipo Editorial: Este artículo fue recibido el 31 de mayo de 2022 y su publicación fue aprobada el 20 de julio de 2022.

(**) Abogada por la Pontificia Universidad Católica del Perú (Lima, Perú). Master of Laws (LL.M) de la University of Pennsylvania Law School. Profesora de Instituciones del Derecho Mercantil en la Pontificia Universidad Católica del Perú. Socia del estudio Cuatrecasas. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0956-2715>. Correo electrónico: kiomi.osorio@cuatrecasas.com.

(***) Estudiante de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Practicante preprofesional del estudio Cuatrecasas. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0498-7450>. Correo electrónico: isabella.monsante@cuatrecasas.com.



Keywords: Pricing mechanisms - Shares purchase agreement - Mergers and acquisitions - Economic uncertainty - Peruvian market

1. Introducción

Las operaciones de fusiones y adquisiciones, más conocidas como operaciones de M&A, se han convertido en una parte fundamental de la economía mundial. Esto se debe a que forman parte de estrategias internas de expansión de las compañías en el mercado nacional e internacional y a que generan, en su mayoría, beneficios para el mercado, dado que permiten el crecimiento y sostenimiento de empresas que son transferidas a aquellos inversionistas que más las valoran o que cuentan con los recursos y las sinergias para hacerlas más eficientes y competitivas.

Por supuesto, la economía peruana no ha sido ajena a este fenómeno mercantil que empezó a consolidarse a partir de los años noventa, producto del neoliberalismo económico en el Perú y las tratativas internacionales de nuestro país que incentivaron la inversión de capital extranjero en el mercado nacional. De este modo, Perú se posicionó, a nivel de avance en operaciones de M&A, a la altura de los mercados latinoamericanos más sofisticados junto a Chile, Colombia y Brasil (Calampa y Vargas, 2017, p. 2).

En el contexto actual, sin embargo, donde la pandemia global ocasionada por la COVID-19 y el riesgo político de la región derivado de las últimas elecciones presidenciales, afecta de manera adversa a las operaciones y resultados financieros de muchas empresas y, por tanto, se ha producido incertidumbre en relación con la real valoración de un negocio.

Ante esta situación, las partes en una operación de compraventa de acciones deben añadir a los mecanismos tradicionales de determinación y pago de precios de venta, tales como los *Closing Accounts* y los *Locked-Box*, alternativas creativas para la determinación y pago del precio de venta de las compañías objetivo. En ese escenario, cobran relevancia los denominados *earnouts* y *anti-embarrassment provisions* como mecanismos de fijación de precio que permiten reducir la brecha entre la certeza del vendedor y las dudas del comprador respecto a los resultados futuros del negocio.

En este trabajo, hablaremos, a grandes rasgos, de los mecanismos tradicionalmente usados para la fijación del precio de venta en una operación de M&A (circunscrita a la compraventa de acciones emitidas por una compañía objetivo) y de las alternativas antes señaladas como mecanismos novedosos para la determinación y pago del precio de venta en este tipo de operaciones.

2. El precio

La compraventa de empresas, en palabras de Payet, es una transacción económica libremente negociada que implica que tanto el vendedor como el comprador perciban a ésta como beneficiosa, en tanto lo que reciben por la transacción es más de lo que renuncian en ella (2009, p. 68). Así, en el caso del vendedor, lo que recibe, en principio, se ve reflejado en el precio de venta. El precio de venta de una compañía objetivo en una operación de M&A es el monto que el comprador pagará al vendedor por la adquisición de esta.

El precio, tradicionalmente, puede ser un monto fijo inamovible (ejemplo: *Locked-Box*) o un monto fijo, pero sujeto a ajustes sobre la base de determinada fórmula acordada entre las partes (ejemplo: *closing accounts*). Asimismo, el precio podría tener componentes adicionales determinados por proyecciones futuras (*earn outs*) o por mecanismos de protección contra una rápida reventa de la compañía objetivo por parte del comprador (*Anti-embarrassment provisions*).

En cualquier caso, el mecanismo para la determinación del precio de venta de una compañía objetivo suele ser el elemento más crítico que las partes de una operación de M&A deberán acordar.

Ello se da debido a que, en la determinación del precio, las partes deberán acordar, además del monto a pagar, entre otras cosas, lo siguiente: (i) cómo y cuándo será pagado el precio (i.e. en dinero en efectivo o en especie, al cierre de la operación o luego del cierre de la operación, en un solo momento o en armadas); (ii) si el precio será una suma fija o habrá algún mecanismo de ajuste del precio; (iii) si el precio tendrá un componente adicional y (iv) si el precio no se paga en su totalidad al cierre de la operación: (a) si habrá mecanismos de compensación o garantía aplicables a la obligación de pago, (b) el plazo de los pagos del precio, (c) si aplicará alguna tasa de interés por el monto no pagado al cierre que deba pagar el comprador al vendedor y (d) el tratamiento tributario del pago diferido.



3. Mecanismos típicos de pago del precio: closing accounts y los Locked-box

Tradicionalmente, han existido dos tendencias marcadas de mecanismos de pago de precio estipuladas en los contratos de M&A. Por un lado, está el mecanismo conocido como *Closing Accounts*, más utilizado en Estados Unidos y el resto de América; y, por otro, el *Locked-Box*, típicamente empleado en Europa y el Reino Unido. De hecho, en un estudio realizado sobre 260 transacciones en Europa, se encontró que, entre julio de 2018 y junio de 2020, 47% de las transacciones de M&A usó, como mecanismo de pago de precio, el *Locked-Box*, mientras que el mecanismo de *Closing Accounts* fue usado en un 25% de operaciones, y el 28% de ellas no tenían mecanismo de ajuste de precio (Latham & Watkins Private M&A Market Study, 2021). En otro estudio, concretamente un año antes de la pandemia, se encontró que el 64% de las transacciones europeas empleaban el *Locked-Box* como mecanismo de ajuste de precio y solo un 37% el *Closing Accounts* u otro mecanismo distinto al *Locked-Box* (American Bar Association, 2019, p. 16).

A continuación, haremos una descripción breve y práctica sobre ambos mecanismos, así como desarrollaremos sus ventajas y desventajas

3.1. Closing accounts

El mecanismo de las *Closing Accounts* ha sido el mecanismo que más se ha venido utilizando alrededor del mundo al situarse, incluso, como el más tradicional en las operaciones de M&A.

Este mecanismo de pago de precio involucra que las partes acuerden un precio a la fecha de la firma del contrato sobre la base de los estados financieros más recientes de la empresa objetivo, cuyo monto será ajustado, de forma posterior, al tomar en cuenta determinadas cuentas de dichos estados financieros, como el flujo de caja, deuda y el capital de trabajo. Siendo ello así, según Cubrerros (2021, p. 296), este mecanismo de determinación y ajuste de precio posee tres hitos secuenciales:

a) Antes de la fecha de cierre de la transacción, la determinación del precio de venta preliminar sobre la base de información financiera que se proyecta de buena fe se tendrá en la compañía objetivo en la fecha de cierre (el "Precio Preliminar"). Al respecto, típicamente, el cálculo del Precio Preliminar será efectuado por el vendedor considerando como la información financiera que será tomada en cuenta: (i) la caja y equivalentes, (ii) la deuda, y (iii) el capital de trabajo. No obstante, las partes podrán considerar otros componentes de los estados financieros dependiendo de diversos factores, tales como el método de valorización utilizado para calcular el Precio Preliminar,

la naturaleza del negocio de la compañía objetivo y los impulsores de valor clave para el negocio de la compañía objetivo.

- b) Al cierre de la transacción, el pago del Precio Preliminar por el comprador al vendedor.
- c) Luego de la fecha de cierre de la transacción, la determinación del precio de venta final sobre la base de información financiera de la compañía objetivo a la fecha de cierre y el cálculo del ajuste de precio fundado en tales estados financieros, que dan cuenta de la posición financiera efectiva del negocio a la fecha de cierre y el pago del monto correspondiente al ajuste, siendo que: (i) si el precio de venta ajustado es menor al Precio Preliminar, entonces el vendedor deberá devolver al comprador el importe equivalente a la diferencia, o (ii) si el precio de venta ajustado es mayor al Precio Preliminar, entonces el Comprador deberá pagar al vendedor un importe equivalente a dicha diferencia.

Normalmente el cálculo de los estados financieros a la fecha de cierre es efectuado por el comprador, quien ya está en control de la compañía objetivo. Por este motivo, se establecerá en el contrato de compraventa de acciones un mecanismo mediante el cual el vendedor podrá cuestionar los cálculos efectuados por el comprador y, de no llegar a un acuerdo, los elementos en disputa que no se hayan podido resolver serán referidos a una auditora independiente que deberá obligarse al momento de ser contratada a actuar de forma imparcial y sin conflicto de intereses. La auditora independiente, típicamente, deberá resolver únicamente los elementos en disputa utilizando criterios técnicos y no se efectuará una apreciación de carácter equitativo, siendo su determinación final incuestionable y vinculante para las partes.

De esta forma, se tiene que:

- Precio Preliminar + el ajuste con cuentas de cierre = precio final
- Precio Preliminar: es el valor de la compañía ajustado por referencia a un balance estimado.



Para estos efectos, en los *Closing Accounts*, el cálculo del Precio Preliminar y los ajustes de precio deberán ser preparados de acuerdo con las políticas contables acordadas en el contrato de compraventa de acciones, las cuales incluyen, típicamente, las políticas, prácticas, métodos utilizados en las cuentas auditadas más recientes de la compañía objetivo y las jerarquías que se establezcan en el contrato de compraventa de acciones. Asimismo, el contrato de compraventa de acciones deberá establecer definiciones claras de las normas contables a ser utilizadas, así como de deuda, capital de trabajo, caja y equivalentes, y de cualquier otro elemento contable que afecte la determinación del precio de venta.

Así pues, se puede concluir que este mecanismo se utiliza en las transacciones en las que el comprador comprende cierto recelo sobre los estados financieros de la compañía objetivo, así como cuando el periodo entre el último balance y la fecha de cierre no es cierto y puede traer consigo diferencias sustanciales en el valor del negocio a adquirirse.

De ahí que los mecanismos de *Closing Accounts* poseen como objetivo proteger al comprador contra la erosión del valor y la fuga de valor antes de la finalización de la transacción, pero también garantizan que el vendedor sea compensado por cualquier acumulación de valor en la compañía objetivo.

Siendo ello así, el *Closing Accounts* resulta ser ideal para capturar una adecuada fotografía instantánea de las finanzas de la compañía objetivo a la fecha de cierre, cuando se transfiere la propiedad de la misma (Tsao, 2017, p. 1239). No obstante, cabe resaltar que, si bien se puede llegar a tener una versión más real de las finanzas de la compañía objetivo, este mecanismo también involucra mayores costos de transacción calculando y negociando el precio ajustado e, incluso, llegando a generarse disputas sobre el cálculo del precio.

En conclusión, si bien este mecanismo de pago de precio puede resultar beneficioso para el comprador, en tanto le otorga seguridad de que está pagando el precio más adecuado a la hora de la transferencia de la propiedad de la compañía objetivo, puede también traer consecuencias negativas, como el incremento de los costos de transacción para ambas partes, demora en la concretización de la transacción, disputas sobre el ajuste del precio e, incluso, no brindarle al mismo comprador la certeza de que el precio no se incrementará considerablemente.

3.2. *Locked-Box*

A diferencia del *Closing Accounts*, acordar el precio de la target bajo el mecanismo *Locked-Box* (caja cerrada), implica que las partes pacten, en la fecha de firma, un precio definitivo basado en estados financieros a una fecha determinada anterior a la fecha de firma (la "Fecha de Referencia"), pero que sea la más cercana a la fecha de cierre, y en la incorporación en el contrato de compraventa de acciones de mecanismos que permitan preservar el valor de la compañía objetivo entre dicha Fecha

de Referencia y la fecha de cierre. Por tanto, este mecanismo no implica un proceso de ajuste de precio post cierre.

Para entender mejor cómo funciona este mecanismo, es necesario tener presente tres etapas importantes que ha fijado la práctica jurídica y transaccional:

a) La Fecha de Referencia, en la cual se calcula el precio de venta. En esta fecha se acuerda y fijan los balances históricos que van a ser considerados para determinar el precio de venta y, desde ese momento, es transferido al comprador el riesgo e interés económico que se refleja en el beneficio de los ingresos (o pérdidas) generados por la compañía objetivo hasta el cierre de la operación (Tsao, 2021, p. 1237).

b) El período entre la Fecha de Referencia y la fecha de firma y cierre, en el cual el comprador típicamente realiza un *due diligence* sobre el balance general acordado y el flujo de caja proyectado para determinar el precio final de la compañía objetivo que será recién fijado en el contrato en la fecha de firma.

En este periodo, además, se establecerán mecanismos que mitiguen las salidas de caja o extracción de valor de la compañía objetivo a favor del vendedor. En efecto, para mitigar la extracción de valor de la compañía objetivo, se establecerá en el contrato de compraventa el concepto de "*unpermitted leakages*" o, en español, las filtraciones no permitidas y los "*permitted leakage*", que serán las filtraciones sí permitidas durante este periodo.

Normalmente, las *unpermitted leakages* involucran cualquier operación que implique transferencia de valor al vendedor, sea mediante transferencia de activos a un precio menor al de mercado, servicios prestados por vinculadas, reparto de dividendos, cancelación de deudas a vinculadas, reducciones de capital, pagos a directores o sus partes relacionados, honorarios y gastos relacionados a la transacción, pago de bonos relacionados a la transacción al personal de la compañía objetivo o de los vendedores, dispensa de pagos de obligaciones del vendedor a favor de la compañía objetivo, o cualquier operación fuera del curso ordinario del



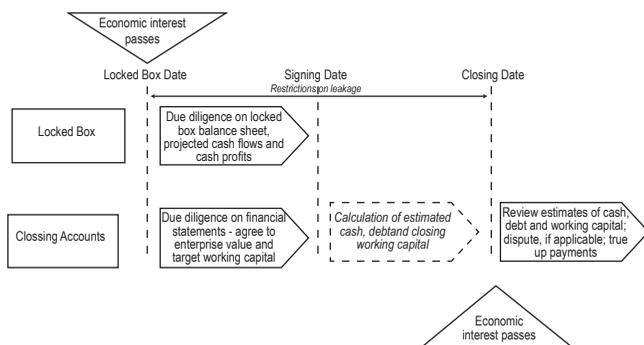
negocio que reduzca significativamente el valor económico de la compañía objetivo.

Los *permitted leakage*, normalmente, están referidos a pagos intragrupo en el curso ordinario del negocio o en condiciones de mercado, distribuciones acordadas con el comprador (ejemplo: dividendos, honorarios), pagos de salarios del personal en el curso ordinario del negocio.

- c) En la fecha de cierre se pagará el precio de venta y se determinará si se han producido los *unpermitted leakages*. Así, en la fecha de cierre, el comprador realiza una revisión para confirmar que no se ha incurrido en ningún supuesto de “*unpermitted leakages*” que, de ser el caso, está sujeto a ser repuesto. A estos efectos, la principal protección del comprador en el *Locked-Box* es a través de Representantes y Garantías del Vendedor con respecto a su gestión del negocio (es decir, continuarán para operar el negocio en el curso ordinario y de acuerdo con las leyes pasadas prácticas y procedimientos).

Al respecto, veamos un esquema de este mecanismo:

Timing of passing of economic risk



De esta forma, conforme sostiene Adam Tsao, la preferencia de este mecanismo se basa en ser más eficiente en tiempo y costos, en su simplicidad y la propia certeza en el precio que evita desacuerdos post cierre que podrían a llegar a frustrar la compraventa (2021, p. 1235). Así, la actual tendencia para el *Locked-Box* se parece justificar por lo siguiente:

- Menor incertidumbre en cuanto al precio y menor riesgo de conflicto
- Menor complejidad contractual (no hay que definir conceptos de deuda financiera, capital circulante normalizado, etc., ni especificar mecanismos de ajuste al precio)
- Buen “encaje” con transacciones en sectores con flujos de ingresos y costes estables (energía e infraestructuras) con riesgos relativamente bajos de desviaciones.

En esa línea, este mecanismo resalta por la certeza del precio final que el comprador deberá pagar por adquirir el negocio y, al mismo tiempo, el vendedor sabrá cuánto dinero va

a recibir por él. Por otro lado, el hecho de que el precio se define, preliminarmente, en base a estados financieros históricos, hace que se produzca un ahorro significativo en los costos de transacción, ya que no va a estar sujeto a negociaciones posteriores y posibles disputas como sí puede suceder con el mecanismo de las *Closing Accounts*.

Sin perjuicio de todos los beneficios que trae consigo el *Locked-Box*, es también un hecho el riesgo que existe, para el comprador, del deterioro del valor entre la Fecha de Referencia y la fecha de cierre, aún si se ha incurrido en ningún supuesto de “*unpermitted leakage*”. Siendo ello así, en países en los cuales un mercado puede resultar volátil como el peruano, puede representar riesgos para el comprador el hecho de adoptar el mecanismo de pago de precio *Locked-Box* únicamente. Por eso, este mecanismo puede resultar más amigable para el vendedor y es empleado cuando este tiene un mayor poder de negociación, como en una subasta, por ejemplo.

Veamos abajo un cuadro con las ventajas y desventajas de este mecanismo para cada parte:

VENDEDOR	COMPRADOR
VENTAJAS	
<ul style="list-style-type: none"> - Certeza del precio - Equipo de gestión no tiene que discutir cuentas de cierre en el post cierre. - En una subasta: más fácil comparar ofertas. - Mayor control sobre el proceso. - No tiene gastos asociados a las cuentas de cierre y ajuste de precio. - SPA menos complejo. 	<ul style="list-style-type: none"> - Certeza del precio. - Equipo de gestión no tiene que discutir cuentas de cierre en el post cierre. - No tiene gastos asociados a las cuentas de cierre y ajuste de precio. - SPA menos complejo.
INCONVENIENTES	
<ul style="list-style-type: none"> - Pierde el beneficio del valor hasta el cierre. - Interés sobre el equity puede no compensarle por las ganancias del target hasta el cierre. 	<ul style="list-style-type: none"> - Due diligence sobre las Locked-Box Accounts. - Debe negociar items clave para el precio en un momento anterior en que tienen menos información (deuda, capital circulante, etc). - Más expuesto a las Declaraciones y Garantías. - Riesgo de que el negocio de la compañía objetivo se deteriore durante el periodo que transcurre entre la Fecha de Referencia y la fecha de cierre.



Por último, este mecanismo resulta útil cuando el negocio tiene bastante tiempo en el mercado y puede realizarse un análisis adecuado del comportamiento de sus finanzas para calcular el precio; sin embargo, cuando el negocio es reciente o sus resultados se han visto impactados por circunstancias ajenas al negocio, no es idóneo utilizarse el *Locked-Box*, ya que no se cuentan con estados financieros suficientes para realizar un cálculo adecuado de precio.

4. Tendencias al alza para la determinación del precio de venta

No solo por el contexto de la pandemia mundial de la COVID-19, sino también por otros factores de la economía mundial en la última década, los actores del rubro del M&A, en distintos países, han incorporado nuevos mecanismos de pago de precio para lograr llevar a cabo las transacciones y beneficiarse mutuamente, tanto comprador como vendedor. Por ejemplo, en Hong Kong, región en la cual se utilizaba tradicionalmente el mecanismo de pago de precio de *Closing Accounts*, gracias a la mejoría en la predicción de la performance de los negocios a futuro, el mecanismo de pago de precio que incluye *earnouts* ha visto un gran incremento en su utilización dentro de las transacciones (Latham & Watkins Private M&A Market Study, 2021). Del mismo modo, en Alemania, la incorporación de los *earnouts* en los SPA⁽¹⁾ han incrementado en un 4% en los últimos años, alcanzando, hoy en día, un 18% de las transacciones de Private Equity en ese país (Latham & Watkins Private M&A Market Study, 2021).

Pasemos a explicar brevemente cada una de estas tendencias.

4.1. *Earnouts*

En una operación de M&A, puede ocurrir que, en un contexto de estabilidad económica, incluso, las partes (comprador y vendedor) no se pongan de acuerdo en el precio de venta de la compañía objetivo. Esta discrepancia se acentúa más en un contexto de inestabilidad y/o crisis económica.

Como ejemplo, coloquemos la situación de Kisho S.A.C., un negocio restaurante que ha sido exitoso desde su apertura en el 2018 hasta finales del 2019; sin embargo, en el 2020, debido a las restricciones de inmovilización ciudadana por la pandemia de la COVID-19, debió cerrar temporalmente, reflejándose pérdidas en sus estados financieros del 2020. A mediados del 2021, los accionistas de Kisho S.A.C., por distintas razones, desean vender sus acciones y le asignan, como valor compañía a la sociedad, la suma de US\$1'700,000.00. La determinación de este valor se basa en el retorno obtenido en el período 2018-2019 y en la proyección futura del negocio en el 2021. No

obstante, la parte compradora, revisando sus estados financieros, considera que el valor de la compañía es menor.

De esta manera, se configura una disyuntiva de valorización de Kisho S.A.C. que puede llegar a ser perjudicial para concretar la transacción. Es en ese contexto que se hacen útiles las cláusulas de fijación de precio conocidas como *earnouts* para eliminar el riesgo de no cerrar una transacción por discrepancia en la valorización de la compañía objetivo.

Dicho esto, los *earnouts* se pueden definir como un mecanismo de fijación de precio que se establece cuando las partes no pueden ponerse de acuerdo sobre la valoración de un negocio, siendo el *earnout* el monto adicional al precio de compra que se paga al cierre de la operación y que será pagado de forma posterior al cierre de la transacción, sujeto al cumplimiento de alguna condición o métrica acordado por las partes. La fórmula de cálculo y demás condiciones del *earnout* se establecen en el contrato de compraventa. Este desacuerdo suele darse, especialmente, en contextos, como en el ejemplo, en los que se atraviesan momentos de incertidumbre económica cuando el valor de una empresa varía y no puede ser medido en circunstancias normales. Al respecto, en un estudio publicado por la American Bar Association, en el 2019, se aprecia que hubo un incremento en el uso de *earnouts* en las transacciones de M&A en el 2010 (2019, p. 18), luego de la crisis financiera mundial del 2009. En efecto, el uso de *earnouts* en contratos de compraventa de acciones incrementó un 9% desde el 2008 y un 19% desde el 2006. En los años de más estabilidad económica como lo fueron los años 2012 a 2019, se mantuvo un uso constante y parejo de los *earnouts* como mecanismo de ajuste de precio. No fue sino hasta el 2020 que se incrementó su uso en un 39% de operaciones (Brandon Zero en SRS Acquiom's M&A Deal Terms Study, 2021). Esta tendencia del incremento del uso de *earnouts*, en contextos de incertidumbre, se confirma con que su uso haya decrecido en 2021 a un 20% (Bloomberg Law, 2021),

(1) *Stock Purchase Agreement*, traducción al inglés de Contrato de Compraventa de Acciones.



puesto que el panorama económico mundial se estabilizó y, por ende, se mostró más estable a partir de ese año.

Los elementos claves de los *earnouts* son: (i) métrica o condición, (ii) momento de determinación de la métrica o condición, y (iii) los criterios de medición de la métrica o condición.

4.1.1. Métrica o condición

La métrica o condición es el elemento que se utilizará como parámetro o hito para determinar si el vendedor tiene derecho al pago del *earnout* y puede consistir en diferentes factores, tales como resultados financieros (ejemplo: alcanzar cierto EBITDA, ingresos, utilidad bruta por un determinado periodo pactado de tiempo) o metas concretas acordadas entre las partes (ejemplo: retención de clientes, número de operaciones). Usualmente, la condición o métrica está vinculada al cálculo del precio de compra inicial (ejemplo: si el precio inicial se calculó mediante un múltiplo de EBITDA, se suele utilizar EBITDA como condición o métrica).

4.1.2. Momento de determinación de la métrica o condición

El momento de determinación de la métrica o condición es el tiempo que debe transcurrir desde la fecha de cierre de la operación para verificar que la condición se ha cumplido.

Este periodo va a depender enteramente de las partes y de las metas a alcanzar. Así, en caso que la meta sea financiera, el comprador, sobre todo si se trata de un comprador estratégico⁽²⁾, preferirá un periodo mayor al vendedor para el *earnout*, puesto que le podrá dar una mejor visión de cómo en realidad se comportan las finanzas de la empresa a largo plazo (Egan y Ward, 2020, p. 7). Por otro lado, el vendedor querrá que sea un periodo más corto para mitigar riesgos financieros y recibir el pago por sus acciones lo antes posible.

4.1.3. Criterios de medición de la métrica o condición

El criterio de medición es la fórmula para calcular el monto del *earnout* en caso se alcance la condición o métrica (ejemplo: ingresos netos, EBITDA, ingresos brutos, etc.). Para estos efectos, las partes deberán determinar los elementos que serán tomados a consideración para el cálculo (ejemplo: el comprador y vendedor pueden discutir sobre la imputación de costos en la medida que afecta los ratios financieros a ser medidos para el cumplimiento del *earnout*), el procedimiento de la medición (ejemplo: un tercero independiente que determine) y los pisos y techos en el monto que será pagado como *earnout*.

Los *earnouts* buscan que el vendedor asuma parte del riesgo del desempeño futuro de la compañía objetivo, dado que el vendedor solo recibirá esta porción adicional de dinero

si la compañía objetivo se desempeña en un nivel acordado durante las negociaciones de adquisición. Siendo ello así, típicamente los *earnouts* pueden ser:

- a) *Comfort earnouts*: mecanismo de cobertura de riesgo en transacciones con alta asimetrías de información que busca reducir la brecha entre la certeza del vendedor y las dudas del comprador respecto a los resultados del negocio.
- b) *Incentive earnouts*: mecanismo de retención para el capital humano valioso de la compañía objetivo que busca incentivar a los vendedores que continúan involucrados en el negocio a exceder las metas fijadas (ejemplo: vendedor que luego del cierre mantiene un cargo en la gerencia). Esta práctica resulta bastante común en nuestro mercado, puesto que la mayoría de las empresas son familiares y parte del accionariado también es parte de la administración; así, resulta común que los vendedores se queden involucrados en la compañía para que ayuden a los compradores en la transición y asegurar el éxito futuro.

Sin perjuicio de lo anteriormente expuesto, cabe reconocer que los *earnouts* traen consigo un monitoreo intenso post cierre para medir adecuadamente el desempeño de la compañía para verificar si se han cumplido los objetivos pactados (Egan y Ward, 2020, p.7). Por este motivo, se establecen, como parte del contrato de compraventa, obligaciones del comprador vinculadas al manejo del negocio de la compañía objetivo entre la fecha de cierre y la fecha de cálculo del *earnout* a efectos de reducir los riesgos de que las métricas para el pago de los *earnouts* no sean cumplidas (ejemplo: no vender, fusionar, escindir el *target*; límites o prohibiciones en venta de activos relevantes; límites cuantitativos sobre inversión en *capex*, reparto de dividendos, endeudamiento; modificación de términos de contratación de personal clave y/o contratos relevantes).

Asimismo, pueden surgir disputas respecto al cálculo del precio del *earnout* en caso las

(2) Comprador estratégico se le denomina a aquel comprador que busca adquirir una empresa para tomar las riendas de ésta y permanecer a largo plazo, a diferencia de un comprador financiero, cuyo objetivo será vender la empresa apenas sea rentable.



partes no definan, de manera exhaustiva, los mecanismos de cálculo de *earnouts*, así como los objetivos⁽³⁾. En consecuencia, se puede concluir que los *earnouts* pueden elevar los costos de transacción en ciertas operaciones; sin embargo, en ciertas circunstancias se ubican como la mejor solución para las partes.

Por todo ello, los *earnouts* suelen ser complejos y consumen mucho tiempo en el momento de negociar, afectan la autonomía del negocio de la compañía objetivo desde el cierre hasta la fecha del cálculo del *earnout*, y son propensos a disputas post cierre entre las partes, particularmente:

- Disputas relacionadas al cálculo del *earnout*.
- Disputas relacionadas al cumplimiento de la condición o hito establecido para el pago del *earnout*.
- Disputas relacionadas al manejo del negocio entre el período de cierre y la fecha de cálculo del *earnout*.

A pesar de los anteriores aspectos a los que se le tiene que prestar atención, los *earnouts*, ciertamente, reducen la brecha entre la certeza del vendedor y las dudas del comprador respecto a los resultados futuros del negocio, mitigando el riesgo del comprador de pagar más por el target al momento del cierre de la transacción. Asimismo, le sirve al comprador como mecanismo de financiamiento de su compra, puesto que no pagaría el precio total de esta y puede terminar de pagarla, de configurarse el supuesto de hecho (meta) que gatille su obligación, con las utilidades de la empresa adquirida. Por último, se presenta como una solución para un vendedor en crisis que busca ingresos inmediatos al cierre de la transacción, no obstante, seguir preservando la oportunidad de percibir la recompensa por el potencial performance de la compañía, garantizado vía *earnouts* (Egan y Ward, 2020, p. 7).

4.2. *Anti-embarrassment*

El concepto de *anti-embarrassment provisions* posee origen en el derecho anglosajón y se refiere a aquellas cláusulas que se incorporan en un contrato de compraventa de acciones para regular la obligación del comprador de pagar al vendedor un monto adicional (el "Pago Adicional") al precio de venta acordado en el contrato de compraventa (el "Precio Primera Venta"), en caso de que en un periodo de tiempo determinado desde el cierre de la operación (la "Fecha de Cierre") usualmente corto, el comprador venda las acciones emitidas por la compañía objetivo a un tercero, por un monto mayor al Precio Primera Venta (Osorio, 2020). La denominación en inglés de *anti-embarrassment provisions* se utiliza precisamente como referencia a una cláusula para evitar que el vendedor "se avergüence" de haber vendido la compañía objetivo por debajo de su valor real.

En ese sentido, como hemos mencionado en ocasiones anteriores, mediante esta cláusula, si se produce la segunda

venta a un precio más favorable en comparación al Precio Primera Venta, en un plazo breve desde la Fecha de Cierre, el Precio Primera Venta será recalculado y sufrirá un ajuste al alza, obteniendo el primer vendedor una nueva cantidad de dinero por la venta de la compañía objetivo.

Al igual que en los *earnouts*, este tipo de cláusula ha sido utilizada, típicamente, cuando el valor de la compañía objetivo es incierto al momento de realizar la venta. También es usada cuando el vendedor cree que el comprador podría obtener un mejor precio como resultado de trabajo adicional o circunstancias diferentes.

La estructura de las *anti-embarrassment provisions* consiste en tres componentes básicos: (i) el plazo para su aplicación (el "Periodo de Aplicación"), (ii) el evento gatillador de esta (el "Evento Gatillo") y (iii) la determinación del monto adicional a entregar al vendedor por encima del Precio Primera Venta (el "Monto Adicional") (Osorio, 2020).

a) Periodo de Aplicación: es el periodo de tiempo, que puede medirse en meses o años, en el que -si ocurre el Evento Gatillo- se generará la obligación del comprador de entregar al comprador el Monto Adicional. Normalmente, este Periodo de Aplicación tiene una duración máxima de dos años contados desde la Fecha de Cierre, dependiendo de las circunstancias que sustenten la inclusión de la *anti-embarrassment provision* y del poder de negociación del vendedor. Así, de tener el vendedor un mayor poder de negociación traerá como consecuencia lógica que este Periodo de Aplicación sea más extenso. No es común que los Periodos de Aplicación tengan una mayor duración a la mencionada, puesto que no sería conciliable con las fluctuaciones de precios del mercado en el tiempo, y a los diversos factores socioeconómicos y/o estrictamente económicos (como la inflación) que influyen a la variación del precio durante un periodo de tiempo de más años.

(3) Las cláusulas *earnouts* pueden estar pactadas en el contrato mismo de compraventa de acciones o en un instrumento contractual aparte. Lo primero resulta ser lo más común.



- b) Evento Gatillo: es el supuesto de hecho que hace eficaz la obligación del comprador de pagarle al vendedor el Monto Adicional. Este supuesto de hecho está configurado, comúnmente, por la transferencia onerosa sea de forma directa o indirecta y, bajo cualquier modalidad, de acciones de la Target a un tercero. Resulta imperante, para el comprador inicial, pactar que, para que se configure el supuesto de hecho, la transferencia debe ser a un tercero distinto a sus afiliadas. Ello, puesto que resulta razonable que el comprador inicial pueda transferir, por razones de estrategia del grupo económico, a alguna de sus afiliadas a un precio menor al que adquirieron las acciones inicialmente.
- c) Monto Adicional: el Monto Adicional es la contraprestación, por encima del Precio Primera Venta que el comprador pagará al vendedor en caso de que se produzca el Evento Gatillo. Es importante mencionar que una fusión que pueda tener la compañía objetivo con sus afiliadas no configura el supuesto de hecho contemplado en la condición que gatilla la obligación de pagar un monto mayor; esto se debe a que no ingresaría ningún accionista distinto al comprador o sus afiliadas. Por otro lado, tampoco entra, dentro del supuesto contemplado en la cláusula, la transferencia a un fideicomiso en garantía de las acciones emitidas por la Target o las emitidas por cualquier accionista de esta (Osorio, 2020).

4.3. Posibles combinaciones de varios mecanismos

El campo jurídico de las transacciones de empresas, por pertenecer al ámbito mismo del Derecho Mercantil, contiene su origen en la autonomía de los actores del comercio. Teniendo, así, ellos, desde tiempos remotos, la completa (bajo ciertas limitaciones) libertad de poder regular sus propias reglas de juego, entiéndase, derechos y obligaciones para poder llevar a cabo una transacción con menores costos posibles y mutuamente beneficiosa. En ese sentido, no se descarta que puedan también combinarse algunos de estos mecanismos de pago de precio en los contratos de compraventa de acciones.

Así, por ejemplo, se puede presentar el caso que el comprador acceda a llevar a cabo una transacción empleando el mecanismo de pago de precio del *Locked-Box* propuesto por el vendedor, no obstante, pactar un *earnout* que, de ocurrir la circunstancia X o Z, se dé la obligación de pagar un monto adicional que será desembolsado siempre y cuando se alcancen ciertos resultados del negocio posteriores al cierre.

5. Conclusiones

- Los distintos mecanismos de determinación de precio son un reflejo de las soluciones a las que han llegado los actores

del mercado ante las circunstancias mundiales que han marcado la economía en los últimos años.

Tradicionalmente, han existido dos tendencias marcadas de mecanismos de determinación de precio estipuladas en los contratos de M&A. Por un lado, está el mecanismo conocido como *Closing Accounts*, más utilizado en Estados Unidos y el resto de América; y, por otro, el *Locked-Box*, típicamente empleado en Europa y el Reino Unido.

El *Closing Accounts* tiene como objetivo proteger al comprador contra la erosión del valor y la fuga de valor antes de la finalización de la transacción, pero también garantizan que el vendedor sea compensado por cualquier acumulación de valor en la compañía objetivo. No obstante, trae como consecuencia negativa el incremento de los costos de transacción para ambas partes, demora en la concretización de la transacción, disputas sobre el ajuste del precio.

El *Locked-Box* brinda certeza del precio final que el comprador deberá pagar por adquirir la compañía objetivo y ahorra significativamente los costos de transacción, ya que no va a estar sujeto a negociaciones posteriores y posibles disputas sobre el ajuste de precio. Sin embargo, existe el riesgo, para el comprador, del deterioro del valor entre la Fecha de Referencia y la fecha de cierre, por lo que en países con mercados volátiles puede no resultar atractivo pactar este mecanismo.

- Sin perjuicio de lo anterior, ante el panorama actual, los jugadores en el mercado de M&A deberán buscar mecanismos creativos para determinar el precio tales como los *earnouts* y las cláusulas *anti-embarrassment*:
 - a) Los *earnouts* resultan atractivos, dado que reducen la brecha entre la certeza del vendedor y las dudas del comprador respecto a los resultados futuros del negocio, mitigando el riesgo del comprador de pagar más por el *target* al momento del cierre de la transacción, lo cual resulta de



utilidad para lograr el cierre de la operación.

- b) Por esta razón, resultan atractivos en momentos de incertidumbre económica en el que el precio del target puede devaluarse, temporalmente, por una crisis económica. Así, se evidencia que en las crisis del 2009 y del 2020 se ha incrementado considerablemente su uso en los contratos de compraventa de empresas.
 - c) No obstante, suelen ser complejos y consumen mucho tiempo en el momento de negociar, afectan la autonomía del negocio de la compañía objetivo desde el cierre hasta la fecha del cálculo del *earnout*, y son propensos a disputas post cierre entre las partes.
 - d) Las cláusulas *anti-embarrassment*, por su parte, se utilizan también ante incertidumbre y acuerdo entre las partes respecto al valor de la compañía objetivo con el propósito de evitar que el vendedor “se avergüence” de haber vendido la compañía objetivo debajo de su valor real.
- Debido a la libertad contractual de la que gozan los actores de la economía, no queda descartado que se puedan combinar distintos tipos de mecanismo de determinación del precio siempre y cuando sea conveniente para ambas partes. Por lo tanto, los costos de transacción no superen el beneficio que vayan a obtener las partes. Cualquiera de los mecanismos de determinación del precio de venta es válido y la eficiencia de utilizar uno u otro mecanismo dependerá de las condiciones del mercado y el sector de la compañía

objetivo.

Referencias Bibliográficas

- American Bar Association (2019). European Private Target M&A. Deal Points Study (including transactions from 2017 and 2018). *Business Law Section*.
- Avery, D (2021). Trends in Private Company M&A Transactions: Earnout Provisions. *Bloomberg Law*.
- Calampa, M., & Vargas, M. (2017). *Las Fusiones y Adquisiciones en el Perú. Importación de cláusulas del Derecho Norteamericano y su implementación en las operaciones de adquisición empresariales*. [Tesis de maestría, Universidad Esan]. Repositorio institucional de la Universidad Esan. <https://hdl.handle.net/20.500.12640/1180>
- Cuberos, F. (2021). *Fusiones y adquisiciones de empresas. Una perspectiva iberoamericana*. Tirant lo Blanch.
- Coates, J. (2015). M&A Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice. *Harvard John M. Olin Discussion Paper Series Paper*. <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:17743076>
- Egan, B. & Ward, Z. (2020). *Earnouts in M&A Transactions. Choice, Governance & Acquisition of Entities*. State Bar of Texas CLE Program.
- International Financial Law Review (2021) *M&A Report 2021*. <https://www.lw.com/thoughtLeadership/iflr-mergers-and-acquisitions-report-2021>
- Lenz, R. (2008). The Logic of Merger and Acquisition Pricing. *Munich Personal RePEc Archive*. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/26627>
- Osorio, K. (20 de octubre de 2020). *Cláusulas anti-embarrassment en tiempos de COVID-19*. The Key. <https://www.thekeyperu.com/clausulas-anti-embarrassment-en-tiempos-de-covid-19/>
- Payet, J. (2009). Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor. *IUS ET VERITAS*, 19(39), 66-100. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12169>
- Pricewaterhousecooper (2014). To lock or not lock. An introduction to the Locked- Box closing Mechanism. *PwC's Deal's practice*.
- Tsao, A. (2016) Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions: Thinking Inside the Box. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 18, 1233-1260. <https://scholarship.law.upenn.edu/jbl/vol18/iss4/7> 