

# EL AJUSTE DE PRECIO EN UN CONTRATO DE TRANSFERENCIA DE ACCIONES

## *THE PRICE ADJUSTMENT IN A STOCK TRANSFER CONTRACT*

**Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón\***

Pontificia Universidad Católica del Perú

**Alessandro Mussio González\*\***

Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uria

*In this article, the authors highlight the importance of setting the price of shares as a preliminary step for transferring them in the context of corporate mergers and acquisitions.*

*To this end, they analyze the different mechanisms available to the parties to make a price adjustment that makes the valuation reasonable, proportional, and durable. Finally, it is discussed which of these mechanisms is more convenient and efficient for the buyers and sellers, considering the particularities of each one of them.*

**KEYWORDS:** *Mergers and acquisitions; mechanisms; price adjustment; shares; transfers.*

*En el presente artículo los autores rescatan la importancia de la fijación del precio de las acciones como una etapa previa para transferirlas en el seno de las fusiones y adquisiciones empresariales.*

*Para ello, se analizan los distintos mecanismos con los que cuentan las partes para realizar ajustes de precio que haga razonable, proporcional y duradera la valorización realizada. Finalmente, se aborda cuál de tales mecanismos es de mayor conveniencia y eficiencia para los compradores y vendedores teniendo en cuenta las particularidades de cada uno de ellos.*

**PALABRAS CLAVE:** *Fusiones y adquisiciones; mecanismos; ajuste de precios; acciones; transferencias.*

\* Abogado. Magíster en Derecho por la Universidad de Nueva York y MBA por la Universidad de Cambridge. Profesor de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP) y de la Universidad de Lima. Socio de Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uria. Contacto: guillermo.ferrero@ppulegal.com

\*\* Abogado. Magíster en Derecho por la Universidad de Georgetown. Asociado Senior de Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uria. Contacto: alessandro.mussio@ppulegal.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho el 16 de octubre de 2023, y aceptado por el mismo el 16 de noviembre de 2023.

## I. INTRODUCCIÓN

Una parte esencial en la adquisición de un negocio mediante una operación de fusiones y adquisiciones (en adelante, M&A por sus siglas en inglés) es la determinación del precio: sin precio, no hay transferencia onerosa. El valor de una empresa, línea de negocios, de activos relevantes, de acciones o de derechos<sup>1</sup> es bastante subjetivo y, en ocasiones, se aleja mucho del precio que finalmente las partes acuerdan pagar por este; no obstante, dicho valor siempre sirve como una referencia para que las partes puedan negociar el precio a ser pagado. Por ello, resulta particularmente sensible y complejo determinar el valor del negocio o empresa (la '*target*') que se va a transferir, también denominado como el 'valor empresa' (o '*enterprise value*').

Si bien existen muchos mecanismos de valorización para determinar el precio de un negocio o empresa cuyas acciones no cotizan en un mercado bursátil, como son, el valor contable o valor en libros, el flujo de caja libre descontado a valor presente, compañías comparables y las transacciones comparables —entre otros—, tal como lo señala Jiménez Herrera:

Este valor depende primordialmente del potencial de estas acciones de generar flujos de caja en el futuro y este análisis no tiene en cuenta el potencial de generar riqueza de la empresa aislada, sino también los flujos adicionales o marginales que se generarán en la compradora (sinergias). Por eso una empresa puede tener distinto valor para diferentes compradores, ya que el nivel de sinergias generado puede ser diferente (2007, p. 253).

Las valorizaciones son complejas, entre otras razones, debido a la asimetría de información que existe entre el transferente y el adquirente de la *target*, sobre el valor de esta última. Para reducir dicha asimetría de información, sobre todo, en los mercados privados de M&A —de acciones que no cotizan en un mecanismo centralizado de negociación, como es la Bolsa de Valores de Lima—, existen mecanismos que permiten ajustar el precio para que este se acerque a su valor real.

A continuación, explicaremos los principales retos que enfrentan las partes en la negociación del precio en una operación de M&A y los mecanismos con las que estas cuentan para poder alinear sus intereses y concretar la transacción.

<sup>1</sup> Nos referiremos únicamente a las acciones en adelante.

<sup>2</sup> Véase a Boisset Tizón (2015).

## II. MECANISMOS COMUNES PARA LA FIJACIÓN DE PRECIO: AJUSTES AL PRECIO

El precio por las acciones de una *target* podrá ser determinado o determinable.

El presente artículo analiza las formas de ajuste al precio o precio determinable, por lo que explicaremos: (i) las 'cuentas de cierre' —diferencias en el capital de trabajo y en la deuda financiera neta—; (ii) el sistema de '*locked box*'; (iii) la existencia de '*earnouts*'; y (iv) los '*clawbacks*', como mecanismos de ajuste al precio. Cabe precisar que para la redacción del presente artículo no hemos considerado los ajustes de precio que suelen generarse por los daños derivados de la falsedad o inexactitud en las declaraciones y aseveraciones otorgadas por el transferente; es decir, la cláusula de indemnidad<sup>2</sup>.

### A. Definición y utilidad

Se puede entender por 'cláusula de ajuste de precio' como aquella herramienta contractual que permite a las partes alinear sus intereses y perspectivas para llegar a un acuerdo respecto al precio final pactando la posibilidad de que este sea determinable en el tiempo.

Las partes pueden tener valorizaciones distintas de la *target*. Tomando como base su valor empresa, el transferente buscará obtener un precio más alto, mientras que el adquirente no querrá pagar un precio mayor al que considere adecuado. En ese sentido, en la medida en que las partes no superen esta etapa de divergencia y no encuentren la manera de lograr un punto de acuerdo que les permita celebrar y ejecutar la transacción, esta podrá verse demorada e, inclusive, darse por concluida, habiendo empleado las partes recursos de tiempo y económicos innecesarios, sin mencionar los conflictos que se pudieran generar por la información ya revelada respecto a la *target*, sobre todo en transacciones que impliquen la integración horizontal de dos o más competidores.

Es en dicha etapa de la negociación que será de vital importancia considerar la inclusión de las cláusulas de ajuste de precio en el contrato de transferencia de acciones.

### B. Metodologías de valorización

Dado que el presente artículo versa sobre las cláusulas de ajuste al precio en las transacciones de M&A, no podemos comenzar su análisis sin previa-

mente introducirnos en las metodologías existentes para valorizar una empresa, ya que será sobre dicho valor que luego se podrán hacer ajustes por adiciones o reducciones al mismo. Si bien son varios los mecanismos para valorizar una empresa<sup>3</sup> nosotros nos centraremos en uno de ellos, el cual es el flujo de caja libre descontado a valor presente.

El flujo de caja libre descontado a valor presente neto nos permite hallar el valor empresa, que incluye una serie de estimaciones de eventos futuros, como son la estimación de ingresos, costos y gastos, la tasa de descuento a la cual se traerán dichos flujos de caja futuros a valores actuales y el valor terminal o las anualidades futuras que generaría aquello que se valoriza.

La importancia de traer a valores actuales el valor futuro de la empresa se incrementa en momentos en lo que el riesgo país aumenta, ya que uno de los elementos fundamentales para valorizar una empresa sobre la base del flujo de caja descontado a valor presente es el riesgo país, que se incluye en la tasa de descuento sobre la cual se traen a valores presentes los flujos futuros de ingresos, costos y gastos. Mientras mayor sea el riesgo país, mayor será la tasa de descuento y menor será la valorización de la empresa en cuestión. Este factor está afectando actualmente a muchas de las empresas situadas en las economías de la Alianza del Pacífico –Chile, Colombia, México y Perú–, debido al sesgo político que dichos países han tomado y el impacto que dicha ideología tiene en los principales factores macroeconómicos, como son el crecimiento del Producto Bruto Interno (en adelante, PBI), la inversión privada, la demanda interna, entre otros.

A dicho valor empresa que mide el valor de la *target* para todos los titulares de derechos sobre ella, se le debe descontar el valor de la deuda financiera neta de caja por dos razones: (i) la deuda financiera representa derechos de crédito que le corresponden a los acreedores financieros de la *target* –neta de caja y equivalentes en efectivo– y no al accionista, por lo que ningún adquirente de acciones de una *target* le pagará a los transferentes por el valor de dicha deuda financiera, donde el obligado al pago es la *target* y el titular del derecho de crédito es el acreedor financiero; y (ii) es neta de caja y equivalentes en efectivo, porque esta puede servir para pagar la deuda y, consecuentemente

reducirla –con lo que el precio final será mayor– o, de lo contrario, pagar un dividendo a los accionistas antes de que se complete la transacción; esto último, siempre que la *target* cuente con niveles adecuados de capital de trabajo y utilidades acumuladas o utilidades del ejercicio que le permitan, luego de la distribución, honrar el pago de sus obligaciones a corto y mediano plazo.

Más aún, a dicho a valor empresa se le podrán sumar o restar diferencias por capital de trabajo, que miden la suficiencia del activo corriente para pagar el pasivo corriente. El capital de trabajo tiene cuentas ‘vivas’ que varían todos los días, como explicaremos más adelante.

El adquirente entonces le pagará al transferente el valor empresa de la *target*, menos la deuda financiera neta y, más o menos, las diferencias de capital de trabajo.

Lo dicho anteriormente nos introduce al primer mecanismo de ajuste al precio que explicaremos a continuación: las ‘cuentas de cierre’.

### C. Tipos de ajustes de precio

#### 1. Cuentas de cierre (*closing accounts*)

Este mecanismo de ajuste al precio es quizá el más usado en transacciones de M&A. Las cuentas de cierre o ‘*closing accounts mechanism*’ (en adelante, CAM por sus siglas en inglés), luego de hallar el valor empresa, toman como base los estados financieros de la *target* para poder revisar sus principales cuentas contables, como son el capital de trabajo y la deuda financiera neta.

A través del CAM, como mecanismo de fijación de precio, las partes establecen un precio preliminar por las acciones de la *target* a ser pagado por el adquirente a la fecha de cierre<sup>4</sup>. Con posterioridad a esta y en virtud de los resultados financieros de la *target*, validados por el adquirente, o por un tercero, se establecerán las diferencias por capital de trabajo y la deuda financiera neta.

Como puede apreciarse, para efectos de establecer adecuadamente el precio a través de este mecanismo será necesario conocer y constatar lo siguiente.

<sup>3</sup> Véase a Ferrero Álvarez-Calderón (2003).

<sup>4</sup> Se entiende por fecha de cierre el momento en el cual se producirá la transferencia de acciones y se pagará el precio o parte de este. Por otro lado, la fecha de firma es el momento en el cual se suscribe el contrato de transferencia de acciones. Si bien ambas fechas pueden coincidir, a menudo, se tratan de momentos distintos, debido a que para el cierre se puede requerir de una autorización de una entidad del Estado (por ejemplo, la Superintendencia de Banca y Seguros, el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual u otros).

a. *Proyección*

Realizar una proyección adecuada de las cuentas por cobrar y la deuda financiera neta de caja a ser logrados por la *target* a la fecha de cierre de la transacción.

b. *Determinación de cuentas contables*

Establecer con claridad en el contrato de transferencia de acciones las cuentas, partidas o conceptos en virtud de los cuales se podrá realizar el ajuste del precio por capital de trabajo, y deuda financiera neta, como se explican a mayor detalle en el numeral 'd.' siguiente.

c. *Asignación de un tercero dirimente*

Designar a un auditor dirimente que tendrá por función realizar, en caso de conflicto entre las partes, los cálculos para el reajuste de precio o, en todo caso, confirmar lo que el adquirente había presentado al transferente, siempre que no exista acuerdo entre ellos.

d. *Tipos de ajustes a las cuentas de cierre*

Los principales conceptos para el reajuste de precio son:

- Ajuste de precio con base en las diferencias en el capital de trabajo

Para entender el concepto y funcionamiento del capital de trabajo nos ceñimos a lo mencionado por Weston y Brigham:

2. El capital de trabajo neto se define como los activos circulantes corrientes menos los pasivos circulantes corrientes.
3. La razón circulante corriente, [...], se calcula dividiendo los activos circulantes corrientes entre los pasivos circulantes corrientes, y tiene como finalidad medir la liquidez de una empresa [...].
4. La razón rápida, o prueba ácida, también tiene como finalidad medir la liquidez y se obtiene sustrayendo los inventarios de los activos circulantes corrientes y posteriormente dividiendo entre los pasivos circulantes corrientes [...].
6. La política de capital de trabajo se refiere a las políticas básicas de la empresa referentes a 1) los niveles fijados como meta para cada categoría de activos circulantes corrientes y 2) la forma en que se financiarán los activos circulantes corrientes (1994, pp. 454-455).

Dentro del activo corriente se encuentran partidas, como los insumos, los productos en proceso, los inventarios, los productos finales para la venta, las

cuentas por cobrar, los pagos anticipados de impuesto a la renta y todo activo que pueda ser convertido en efectivo dentro del periodo de un año.

En el pasivo corriente tendremos las cuentas por pagar a los proveedores, la deuda de corto plazo con los trabajadores y las entidades recolectoras de tributos, ciertas provisiones y cualquier otra deuda pagadera en el periodo de un año.

En cuanto al ajuste de precio por diferencias de capital de trabajo (activo corriente menos pasivo corriente), este se producirá en la medida en la que el capital de trabajo proyectado para la fecha de cierre no se haya alcanzado o haya sido superado, en cuyo caso, la diferencia deberá ser pagada al transferente o al adquirente, respectivamente.

Nos explicamos, si al tiempo de hacer su oferta, el adquirente asumió que la *target* debía tener un capital de trabajo positivo de S/ 5 000 000 (cinco millones)—, es decir, activo corriente superior al pasivo corriente— y al cierre se verifica que realmente el capital de trabajo cerró en S/ 1 000 000 (un millón), entonces la empresa tendrá menos activo corriente por S/ 4 000 000 (cuatro millones), por ende a disminuido su valor por dicha cantidad. Ergo, el precio se tiene que ver reducido por dicha cifra.

- Ajuste de precio por deuda financiera neta

El valor de la *target* es diferente al valor de las acciones debido a que este incluye la deuda financiera neta, de la cual son titulares los acreedores financieros y no los accionistas.

Además, la valorización de las acciones tiene que efectuarse de manera neta de la caja de la *target* al cierre, dado que, como lo hemos mencionado, la caja de la *target* podría usarse para pagar a los acreedores financieros, bajando la deuda, o de lo contrario la junta general podría acordar el pago de un dividendo en favor de sus accionistas. Más aún, es relevante tener en cuenta que, si la deuda no generara intereses, esta debiera estar capturada en el pasivo corriente y, consecuentemente, en el cómputo del capital de trabajo, al cual ya nos hemos referido anteriormente.

2. *Caja cerrada (locked box)*

El mecanismo de *locked box* o caja cerrada propone un precio fijo a ser pagado por el adquirente al transferente que será reajustado únicamente en virtud de la ocurrencia de fugas de dinero (*leakages*) generadas por la realización de actos no permitidos por el transferente en determinado periodo de tiempo. En esta situación el adquirente y el transferente establecen aquellas cuentas

contables que no podrían disminuir debido a que el transferente aún tiene el control sobre la caja y el efectivo de la *target*. Pareja Cordero indica que esta forma de determinación de precio es sumamente común en los últimos años y que se utiliza principalmente “cuando la compañía tiene madurez, es decir, presencia en el mercado por un número importante de años y, por tanto, posee una estadística y un comportamiento medible en el tiempo” (2022, p. 240). Además, señala el autor “ahorra el desgaste que puede surgir de la discusión acerca del método de valorización de la *target* que va a emplear el comprador para efectos de establecer el precio final” (2022, p. 241).

En ese sentido, el “precio se establece teniendo en cuenta como base los estados financieros (balance de referencia) de la *target* a una fecha concreta lo más cercana al día de la firma o suscripción del contrato” (Pareja, 2022, p. 239).

A través del mecanismo de caja cerrada, las partes establecen dos fechas principales: la fecha de referencia (*locked box date*) y la fecha de cierre (*closing date*). En ese sentido, en el *locked box date*, que típicamente es la fecha de firma del contrato de transferencia, el adquirente y el transferente determinarán el precio a ser pagado para la adquisición de las acciones de la *target*.

Luego de ello existirá un periodo intermedio entre ambas fechas (la fecha del *locked box date* y la del *closing date*) denominado ‘*interim period*’. En ese período, las partes establecerán obligaciones en las cuales se obligan a que la *target* mantenga el curso ordinario de los negocios. Pareja Cordero añade que:

A fin de asegurarse que no existirán cambios de importancia o materiales durante el período intermedio (entre la suscripción y la consumación) que alteren la ecuación económica del contrato por el deterioro económico de la *target*, es corriente que en el contrato de compraventa de acciones se pacte que la *target* solo realizará pagos que correspondan a la actividad regular de esta y que no realizará pagos a favor del vendedor, accionistas o partes vinculadas o relacionadas a este por ningún concepto, desde la fecha del balance de suscripción hasta la fecha de consumación (2022, p. 240).

Transcurrido el *interim period*, el adquirente pagará el precio al transferente una vez se cumplan las condiciones para el cierre de la transacción. El único ajuste al precio podrá ocurrir por la determinación, o no, de la fuga de dinero (*leakages*) que se hubiera efectuado entre el *locked box date* y el *closing date*.

Ahora bien, en principio, este mecanismo no cuenta con la posibilidad de reajustar el precio por eventos que ocurran de manera posterior a la fecha de cierre o a la fecha que determinen las partes. Esto quiere decir que “el precio que se fijó en base a los balances cerrados para la fecha de los estados financieros o balances de suscripción se mantiene, y no se ajusta en razón de los estados financieros o balances de consumación o cierre” (2022, p. 241). En ese sentido, el ajuste se efectúa en la fecha de cierre o en una fecha posterior determinada por las partes mediante una revisión de las cuentas contables y la firma de un certificado donde se indican las fugas de dinero (*leakages certificate*). Este certificado, al igual que en el caso de las cuentas de cierre, puede ser cuestionado y revisado por un tercero dirimente.

Con la determinación de las fugas de dinero (*leakages*) el adquirente tendrá la seguridad de que podrá disminuir el precio establecido en la fecha de firma del contrato de transferencia de acciones en virtud de la ocurrencia de tales fugas. Para tales efectos, en el contrato de transferencia de acciones se establecen los *leakages* permitidos y los no permitidos, siendo estos últimos (*unpermitted leakages*) los que dan derecho al adquirente a disminuir el precio a pagar al transferente descontando los *unpermitted leakages*.

Algunos ejemplos comunes de *unpermitted leakages* son: la repartición de dividendos y cualquier distribución de beneficios, reservas o primas de emisión (ya sea en efectivo, acciones o activos) al transferente, los pagos de deudas a favor de los transferentes, las transferencias de activos de la empresa a un precio menor al del valor de mercado, los pagos a entidades relacionadas que no se realicen en el curso ordinario de los negocios, las condonaciones de deudas a los transferentes, entre otros. Lo que se quiere es proteger que el adquirente no pague doble, es decir, si existe egreso de fondos a favor del transferente, el adquirente no debería pagar nuevamente dicho monto a favor del transferente a través del precio por las acciones de la *target*.

### 3. *Earnouts*

En aquellas transacciones en las que las posiciones de las partes respecto al valor de la *target* son divergentes (es decir, que el precio estimado de la *target* sea muy distinto para las partes), el ajuste de precio, a través del *earnout*, permite cerrar la transacción y de tal manera diferir la discusión sobre dichas diferencias para una etapa posterior al cierre.

### a. Concepto de *earnout*

En palabras de Ruppert, el *earnout* es una herramienta contractual en virtud de la cual se pueden solucionar los desafíos que representa la correcta valorización de la *target*. La solución a la que se refiere consiste en que el *earnout* es una suma de dinero adicional al precio de venta inicial que será pagada por el adquirente en la medida que se cumplan ciertos eventos de forma posterior a la fecha de cierre (2015, pp. 71-82). Carlos Pareja Cordero explica que el *earnout*:

Implica un pago, con posterioridad a la consumación de la compraventa de acciones, de un valor agregado al precio que va a depender de que la *target* alcance, durante un tiempo pactado por las partes, determinados objetivos que redundan en beneficio económico de la misma y, por lo tanto, en su valor (2022, pp. 241-242).

A través del *earnout* el adquirente y el transferente buscan alinear sus diferencias sobre el valor de la *target*. Por ello, solamente sería razonable que el transferente acepte un *earnout* si es que el mismo tiene la capacidad de influenciar en situaciones que generen que la *target* logre las metas de desempeño que se planteen. Si no fuera así, el transferente no tendría aliciente alguno para pactar este tipo de cláusula ya que su aplicación, y el cumplimiento de las metas, dependerán del adquirente (el adquirente que, una vez tomado el control de la *target*, la administra). Como es lógico, si bien el adquirente también tiene interés en que la *target* proporcione resultados financieros favorables desde un principio, este no comparte necesariamente el tipo de decisiones de inversión y financiamiento que el transferente requiere para lograr el cumplimiento de las metas que le permitan exigir el pago del *earnout* en un horizonte de tiempo relativamente corto.

Nos explicamos, si bien la inversión en '*capital expenditures*' (en adelante, CAPEX)<sup>5</sup> para construir una nueva planta debiera tener un impacto financiero positivo para la *target*, dicho impacto se verá reflejado en el mediano al largo plazo. Por ello, el incentivo del transferente estará dirigido a que la *target* haga inversiones que reditúen un rendimiento en el corto plazo, que calce con el período de cálculo del *earnout*.

No obstante lo antes señalado, tenemos que considerar lo indicado por Pareja Cordero, quien considera que el adquirente también se vería beneficiado por el cumplimiento de las metas y el cobro del *earnout* por el transferente:

Para el vendedor, el *earnout* puede significar un aumento del precio al aumentar el valor para el accionista o equity o de la acción. El comprador también se ve recompensado ya que se habría incrementado el valor de *target* cuyo control ha adquirido (2022, p. 243).

Refuerza su punto de vista indicando que es el adquirente quien trae este tipo de cláusulas a la negociación "pues en virtud de ella se pacta que el precio final de la compraventa va a depender de los resultados económicos reales que se alcancen en el giro ordinario del negocio de la *target*" (2022, p. 243), posterior al cierre.

### b. Monto del *earnout*

El monto del *earnout* dependerá de lo distintas que puedan ser las percepciones de las partes respecto al valor de la *target*. Así, por un lado, el adquirente buscará que el monto del *earnout* sea mayor con la finalidad de que el pago a realizar en la fecha de cierre se vea disminuido y poder así cubrirse ante la probabilidad de que la *target* no cumpla con las proyecciones o metas estimadas al momento en que realizó la valorización. Por otro lado, el transferente querrá que la cifra del *earnout* sea la más reducida posible para recibir la mayor cantidad del precio al momento del cierre de la transacción.

Esto quiere decir que lo más importante para determinar el monto o tamaño del *earnout* será el valor que le puedan atribuir las partes a aquellas metas de desempeño que deberá tener la *target* para que el transferente pueda cobrar ese precio adicional.

En cuanto al monto del *earnout* Hunt señala lo siguiente:

Por ejemplo, si la diferencia de valor en el precio de compra es inferior al 10%, puede que no tenga sentido estructurar un *earnout*, ya que el posible coste financiero y de recursos humanos de la supervisión del *earnout* podría superar los beneficios del mismo. Sería mucho más beneficioso para las partes intentar llegar a un acuerdo sobre el precio por adelantado. Si la diferencia de valor es superior al 60% o 70% del precio de compra, es muy posible que no valga la pena realizar la operación. Tanto el adquirente como el transferente correrían un gran riesgo en la transacción: el valor que el adquirente desearía recibir depende demasiado de los hitos que se alcancen; del mismo modo, la contraprestación del transferente depende en gran medida del cumplimiento de los obje-

<sup>5</sup> '*Capital expenditures*' o 'inversiones de capital'.

tivos. La mayoría de los *earnouts* se sitúan en algún punto intermedio entre los dos extremos expuestos, por ejemplo, entre el 20% y el 60% del precio de transferencia (2007, p. 678).

Asimismo, para determinar el valor del *earnout* se tienen que considerar conceptos financieros que impactarán en el monto, como son, el valor del dinero en el tiempo, el factor de riesgo y el nivel de endeudamiento de la *target* para calcular la tasa de descuento que deberá utilizarse para traer a valor actual los flujos futuros por el valor del *earnout*.

### c. Determinación de los objetivos

La complejidad para determinar un *earnout* radica en que, aunque las partes compartan objetivos similares respecto a la existencia de este, sus puntos de vista sobre la distribución entre el pago inicial y el diferido suelen discrepar drásticamente. Para poder abordar esta problemática, los criterios para el cálculo del *earnout* deben ser medibles, alcanzables y claramente entendidos por ambas partes. Mientras más complejos sean los objetivos y más conceptos sean agregados será más difícil para las partes poder llegar a determinar efectivamente el momento y cumplimiento de las condiciones que gatillan el *earnout* (Tannenbaum, 2010, pp. 33-43).

#### – *Earnouts* en función de ingresos

Como su nombre lo indica, la condición para el pago del *earnout* está atada al cumplimiento de metas de ingresos de la *target*, luego del cierre de la transacción. Consideramos que de esta forma la medición del *earnout* puede resultar pernicioso para la *target* y el adquirente. Tal como lo señala Hunt: “la administración de la compañía ligada al transferente puede sacrificar los márgenes para aumentar los ingresos, cumpliendo así, o superando, los criterios de rendimiento, pero perjudicando en realidad el valor para el adquirente al dañar los márgenes” (2007, p. 679). Priorizando las ventas –en desmedro de una política adecuada de control de costos y gastos– estas incrementan, pero reduce la utilidad neta, que es lo que realmente le interesa al accionista.

#### – *Earnouts* en función del EBITDA<sup>6</sup>

Esta figura es empleada en su mayoría cuando la valorización de la *target* ha sido realizada a través de un múltiplo del EBITDA, siendo esta medida más justa para las partes, dado que considera el

valor de la *target* sobre la base del manejo eficiente, o ineficiente, de sus operaciones, y sobre la base de factores que no miden la buena o mala gestión de los administradores sobre el negocio, como son: el pago del impuesto a la renta, factores contables como la depreciación de activos tangible y la amortización de activos intangibles y si la empresa se endeuda o no para financiar sus inversiones. Claro está que en el contrato de transferencia de acciones habrá que definir con precisión lo que debe entenderse por EBITDA.

#### – Suceso de un evento específico (otros objetivos)

Dependiendo del mercado en que participe la *target* y las actividades que esta realice, puede ser de interés del adquirente que se establezca un *earnout* no en función a una métrica financiera, si no a la ocurrencia de un hecho determinado, como la introducción de una nueva línea de negocios, un nuevo cliente o el ingreso a un nuevo mercado geográfico que pueda aumentar las ventas o el EBITDA.

### d. Período del *earnout*

Los intereses del adquirente y del transferente de la *target* respecto al plazo para la ocurrencia del *earnout* son, frecuentemente, contrapuestos. En líneas generales el adquirente querrá que el período sea más corto con la finalidad que, en caso de que no se cumpla con la métrica establecida, o no ocurriese el evento pactado, no se vea en la obligación de pagar el *earnout*. Por su parte, el transferente querrá tener períodos más largos para permitir que la *target* cumpla con las métricas previstas o el evento pactado y así pueda recibir el *earnout*.

Sin embargo, esto no es absoluto y dependerá de cada transacción. Por ejemplo, podría darse el caso que un adquirente busque plazos más largos con la finalidad de poder tener más tiempo para realizar los pagos –entendiendo que la expectativa es que se cumpla con todas las métricas del *earnout*–; mientras que, el transferente pueda necesitar plazos más cortos para así asegurarse que las métricas de la *target* que ya no controla se cumplan en menos tiempo, evitando así estar sujeto al devenir de los resultados de la *target* ya dirigida por un nuevo accionista controlador.

Al margen de lo antes indicado, y en líneas generales, debe considerarse que “cuanto más largo

<sup>6</sup> ‘*Earnings before interest, taxation, depreciation and amortization*’ o ‘utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización’ (en adelante, EBITDA).

sea el plazo para el pago, más difícil será para el comprador supervisar los parámetros acordados y más difícil será para el vendedor comparar los resultados reales con los parámetros de referencia predefinidos con el comprador” (Hunt, 2007, p. 681). Es por eso que las partes deberán buscar un periodo de tiempo que no haga tan costoso, ni difícil de medir el *earnout*.

e. *Otros temas estructurales a considerar*

Si bien lo más importante del *earnout* es determinar el monto del mismo, el plazo para su pago y las métricas o eventos que deban ocurrir para gatillar su exigibilidad, existen otras consideraciones que se deben tener para su estructuración. Entre ellas Hunt explica las siguientes.

– Consolidación

La adquisición de una *target* se ejecuta para utilizar las sinergias que se generen mediante, por ejemplo, la reducción de costos y la generación de eficiencias. La existencia del *earnout* muchas veces hace que se limite la posibilidad o rapidez de la implementación de las sinergias ya que de implementarlas el adquirente podría afectar las mediciones que se han establecido para que se gatille el *earnout*, otorgándole equivocadamente un beneficio al transferente que no produce dicha sinergia. Por ello, si el adquirente quiere consolidarse o fusionarse con la *target* debe preparar un flujo de caja libre que contenga las sinergias a ser capturadas y otro que las excluya. Este análisis que parece sencillo es más complejo en la práctica.

– Incentivos para la administración

Por un lado, es frecuente que ante el cambio de accionista se genere incertidumbre sobre la continuidad laboral de los ejecutivos y empleados de la *target*, ya que el adquirente podría reemplazarlos. Ello podría tener un impacto en las estimaciones realizadas por el transferente, antes del cierre, sobre el valor del *earnout*, ya que este cuenta con dicha plana gerencial para la consecución de los objetivos del mismo.

Más aún, en muchas ocasiones, cuando existe un *earnout* el transferente buscará permanecer involucrado en la *target* para asegurar que esta cumpla con las métricas o eventos preestablecidos que gatillan su pago.

Todo lo antes indicado genera que los intereses del adquirente y del transferente se contrapongan y, consecuentemente, hagan más compleja la negociación; por tanto, la ejecución del *earnout*.

– Asignación del capital

Si bien luego del cierre de la transacción el adquirente pasará a tener el control sobre las decisiones de inversión y de financiamiento de la *target*, de existir un *earnout*, el transferente buscará contar con resguardos que garanticen que el adquirente utilizará fondos suficientes para que la *target* alcance las métricas que gatillen el pago del *earnout*. Por ejemplo, si bien una inversión en CAPEX para una nueva planta de producción puede ser la mejor decisión para la *target* en el largo plazo, el transferente podrá no estar de acuerdo en el corto plazo, dado que dicha inversión significará hoy un importante egreso de caja para la *target* con una perspectiva de generar ingresos libres de caja en el largo plazo. Ello causará que la inversión de largo plazo no tenga un impacto positivo en el corto plazo y, consecuentemente, no coadyuvará al cumplimiento de la métrica que genera el pago del *earnout*.

– Protección del *earnout*

El transferente debe tener una protección respecto del riesgo de pago del *earnout*, una vez que este sea exigible. El transferente podría solicitar que los fondos para el pago del *earnout* sean colocados en una cuenta *escrow*, o que se le entregue una carta fianza bancaria, o garantía similar. No obstante, si el adquirente considera que es remota la posibilidad que el transferente obtenga las métricas esperadas, dicho pedido seguramente será rechazado. También podría considerarse una garantía mobiliaria sobre las acciones, lo que implicaría que en un escenario de ejecución el transferente transfiera a un tercero, o se adjudique, las acciones para hacer cobro del *earnout*.

– Monitoreo

Es importante que las partes determinen los mecanismos de monitoreo para el cumplimiento de las métricas del *earnout*. Resulta importante determinar los criterios contables con lo que se establecerán las métricas ya que no todas las empresas aplican los mismos criterios contables y eso podría hacer que las mediciones para las partes no sean consistentes. Lo típico es que se acuerde que la elaboración de los estados financieros sea consistente con las políticas empleadas por la *target* cuando estaba en control del transferente; sin embargo, esto podría ser complicado para el adquirente en caso de que el cálculo del *earnout* sea por un plazo largo y en este no se puedan modificar ciertas políticas contables que el adquirente, simplemente por los factores que impactan en la medición de un *earnout* (2007, p. 681).

#### 4. *Clawback*

El *clawback* o la recuperación de parte del precio pagado por el adquirente es un método de ajuste de precio que funciona al inverso del *earnout*. Es decir, las partes establecen un precio fijo, en base a una valoración determinada por las partes, que se paga al momento de la celebración del contrato y que, posteriormente, podrá ser ajustada. El ajuste se realiza una vez que el adquirente pueda revisar correctamente la contabilidad de la *target* y sus estados financieros, es decir, el adquirente contará con información real para realizar correctamente la valoración de la *target*. Siguiendo lo señalado por Pareja:

Si los elementos que sirvieron de base para la fijación del precio no se cumplen en el tiempo determinado, el comprador tendrá derecho a ajustar el precio y recuperar parte de lo pagado —de los valores que quedan en manos del *escrow agent* o fiduciario— (2022, p. 246).

Pajera nos explica esto con el siguiente ejemplo:

Se establece como base para la valoración y fijación del precio, un múltiplo, por ejemplo 5 veces, del EBITDA. Si se asume que este último es de USD 8 000 000 (ocho millones), el precio es de USD 40 000 000 (cuarenta millones). Si el EBITDA, a la fecha que las partes pacten, es de 7 millones en lugar de 8 millones, la aplicación del múltiplo de 5 dará un precio de USD 35 000 000. El vendedor deberá restituir USD 5 000 000 (cinco millones), que habría recibido en exceso (2022, p. 247).

### III. **CLOSING ACCOUNTS VS. LOCKED BOX VS. EARNOUT VS. CLAWBACK: VENTAJAS Y DESVENTAJAS**

Si bien el uso de cada uno de estos mecanismos para el ajuste al precio en un contrato de transferencia de acciones dependerá de las características de cada transacción en particular, a nivel general, podemos identificar las siguientes ventajas y desventajas respecto de cada uno de ellos.

#### A. *Closing accounts mechanism*

##### 1. Ventajas

El CAM permitirá determinar con mayor precisión el precio final a ser pagado por las acciones de la *target*. Es decir, nos permitirá verificar con mayor certeza la situación financiera de la *target* en la fecha de cierre<sup>7</sup>. Esto se debe a que el ajuste se de-

terminará una vez que se conozca la situación real de la *target* ya en control del adquirente. Además, de existir diferencias de cálculo para el capital de trabajo y la deuda financiera neta, será un tercero dirimente quien determinará a quien darle la razón y, consecuentemente, ajustar el precio a favor del transferente o del adquirente.

##### 2. Desventajas

Como se ha mencionado, el precio final podrá ser —y suele ser— distinto al precio preliminar y el cálculo de ambos montos, así como una eventual discrepancia respecto a estos, incrementa los recursos en tiempo y dinero que tendrán que emplear las partes para poder realizar al cierre de la transacción y más aún, aumentará los costes y recursos a ser destinados luego del cierre de la misma para hacer los ajustes por capital de trabajo y deuda financiera neta.

#### B. *Locked box mechanism*

##### 1. Ventajas

La principal ventaja de este mecanismo es la reducción de los costos de transacción. Las partes ya han logrado determinar un precio por las acciones, con lo que no habrá discusión en relación con la corrección del mismo. De manera adicional, este mecanismo les permite a las partes tener mayor certeza respecto al precio a ser pagado o recibido en la medida en la que los *unpermitted leakages* hayan sido establecidos con claridad. La única discusión estará centrada en la existencia o no de *leakages* que afecten al valor de la *target*. Como en el caso anterior, esta verificación podrá ser realizada por un tercero imparcial.

##### 2. Desventajas

El principal problema del *locked box* es que la toma de control de la *target* y la transferencia del riesgo suceden en momentos distintos. Esto es así pues a partir del *locked box date* el adquirente será quien asuma el riesgo de valor de la *target*, pese a que la compañía sigue estando bajo control del transferente.

Además, dado que existe asimetría informativa antes del cierre, el adquirente podrá estar en desventaja ya que este cuenta con menos información sobre la *target* que el transferente; no obstante ello, desde el *locked box date* no hay ninguna posibilidad de modificar el precio, más allá de los ajustes que se hagan por los *unpermitted leakages*.

<sup>7</sup> Véase a Tsao (2015).

### C. *Earnouts*

#### 1. Ventajas

El uso de *earnouts* permite acercar las posiciones del transferente y del adquirente respecto al precio de cara a poder cerrar una transacción y así postergar cualquier divergencia que puedan tener respecto a este para un momento posterior.

#### 2. Desventajas

Como se ha señalado anteriormente, los *earnouts* pueden ser complejos y difíciles de negociar, estructurar y monitorear. Además, en la práctica puede ser complejo determinar si se llegó o no a las metas establecidas.

### D. *Clawback*

#### 1. Ventajas

El *clawback* le permite al adquirente recuperar parte del pago realizado por la transferencia de las acciones de la *target*. La recuperación del dinero se da cuando el adquirente ya cuenta con mejor información y puede ajustar la valorización de la *target* a la realidad.

#### 2. Desventajas

Se hace un desembolso de precio que para el adquirente pueda ser mayor al que originalmente estaba dispuesto a pagar. Si no se establece una retención del precio en una cuenta *escrow* o en fiducia por un tercero la recuperación de dicho monto podría no ser inmediata y tornarse difícil de recobrar en el tiempo.

## IV. CONCLUSIONES

Pactar el precio a ser pagado por la adquisición de una empresa en el marco de una transacción de M&A es complejo, pues cualquier valorización tiene un componente subjetivo y los intereses de las partes son contrapuestos: el transferente buscará obtener la mayor cantidad de dinero posible al cierre, mientras que el adquirente querrá pagar no más de lo que considere justo, de acuerdo al valor que estime a la *target*. Una herramienta con la que cuentan los actores a nivel legal son las cláusulas de ajuste de precio que permiten alinear los intereses de las partes en torno al precio para lograr lo que ambos quieren: el cierre de la transacción.

En el presente artículo hemos analizado cuatro tipos de ajuste al precio a ser reguladas en un contrato de transferencia de acciones, los cuales

son: (a) el mecanismo de CAM, que propone reajustar el precio de adquisición por diferencias de capital de trabajo y deuda financiera neta; (b) el mecanismo de 'caja cerrada' (*locked box*) que propone establecer un precio inicial en la fecha de referencia y realizar el pago de dicha suma en la fecha de cierre o en la fecha en que las partes determinen, descontando las pérdidas generadas a la *target* por la ocurrencia de fugas de efectivo no permitidas (*unpermitted leakages*); (c) los *earnouts* que permiten al transferente pactar el cobro de una suma de dinero adicional al precio de transferencia que será pagada por el adquirente en la medida en que se cumplan con ciertos eventos o métricas financieras de forma posterior a la fecha de cierre; y (d) el *clawback* que funciona a la inversa del *earnout* y que permite que el adquirente, una vez en control de la *target* y teniendo mejor información, pueda valorizarla correctamente y no sobre supuestos o estimaciones previas al cierre.

En ese sentido, si bien el empleo de estas cláusulas dependerá de las características y particularidades de cada transacción, es importante entender su funcionamiento de manera tal que puedan ser empleadas correctamente a fin de lograr que el precio que reciban los transferentes (de los adquirentes) sea el que más se ajuste al valor real de las acciones de la *target*. 

## REFERENCIAS

- Boisset Tizón, R. (2015). Las Declaraciones y Aseveraciones: Su relación con las obligaciones de indemnidad en los contratos de compra-venta de acciones. En Instituto Pacífico, *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 143-154). Instituto Pacífico.
- Ferrero Álvarez-Calderón, G. (2003). Aspectos económicos y financieros de las fusiones en el Perú. *Advocatus*, (9), pp. 317-328.
- Hunt, Peter. (2007). *Structuring mergers & acquisitions: a guide to creatin shareholders value*. Aspen Publishers.
- Jiménez Herrera, F. (2007). *El proceso de transferencia de paquetes accionarios*. Ábaco de Rodolfo Depalma.
- Kohers, N., & Ang, J. (2000). Earnouts in mergers: Agreeing to disagree and agreeing to stay. *The Journal of Business*, (3), 445-476.
- Pareja Cordero, Carlos A. (2022) *El contrato de compraventa de acciones, para la toma de control de una sociedad*. Gaceta Jurídica.

- Rebaza, A & Ochoa, L. (2015). Controversias principales en contratos de compraventa de acciones. En Instituto Pacífico, *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 53-70). Instituto Pacífico.
- Ruppert, E. (2015). Earn Outs: ¿Una solución para la fijación del precio? En Instituto Pacífico, *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 71-82). Instituto Pacífico.
- Tsao, A. (2015). Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions: Thinking Inside the Box. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, (18), 1233-1260.
- Tannenbaum, F. (2010) *How to structure contingent purchase price provisions*. [https://www.gouldratner.com/assets/publications/FDT\\_How-to-Structure-Contingent-Purchase-Price-Provisions-Earnouts.pdf](https://www.gouldratner.com/assets/publications/FDT_How-to-Structure-Contingent-Purchase-Price-Provisions-Earnouts.pdf)
- Weston, Fred J. & Brigham, E. (1994). *Fundamentos de Administración Financiera*. McGraw-Hill.