



Guillermo Bueno
Asociado Senior del Dpto. Mercantil/M&A
Araoz & Rueda

¿ES EL EARN OUT UNA BUENA FORMA DE TRATAR DE OBJETIVIZAR LA VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA ANTE EL IMPACTO DEL COVID-19?

Desgraciadamente, parece que el Covid-19 permanecerá en nuestras vidas más tiempo del inicialmente previsto. El dichoso virus ha generado mucha incertidumbre en el mercado, sobre todo, en las valoraciones que se realizan de las compañías objetivo. A día de hoy, intentar prever cómo se comportará un negocio en el futuro es más una apuesta que un ejercicio técnico financiero, dada la extraordinaria e inimaginable situación que estamos viviendo. Por este motivo, las negociaciones sobre el precio se están convirtiendo en un punto muy crítico: el vendedor tiende a ser muy optimista sobre el futuro de su compañía y, por su parte, el comprador lo vislumbra con mayor suspicacia.

Para tratar de acercar posturas, puede incorporarse un precio variable (earn out) a la estructura de la operación. Los earn outs eran muy habituales en las operaciones de M&A, pero ahora están ganando mucho más peso, porque permiten objetivizar la valoración de la compañía, eliminando el posible impacto no recurrente del COVID-19 durante el ejercicio 2020.

Así, además del precio fijo inicial (según la valoración del comprador), existirá un earn out sujeto al comportamiento durante el ejercicio 2021 de una métrica financiera concreta de la compañía (ebit, ebitda, beneficio neto, ingresos, etc.). Con ello, se pretende cubrir la diferencia entre las distintas valoraciones de la compañía, de manera que, si el negocio evoluciona favorablemente, el comprador abonará un precio adicional. Sin embargo, si el negocio se mantiene, entonces se confirmará el precio fijo inicial y el vendedor no recibirá ninguna cantidad adicional.

No obstante, la figura del earn out genera una alta litigiosidad, que puede evitarse si la cláusula que lo regula se redacta de forma muy precisa. En primer lugar, hay que definir correctamente las condiciones en las que el vendedor devengará el derecho de percibir el earn out. También es importante reflejar la forma en que se determinará la magnitud financiera relevante, porque, tras la fecha de cierre, el vendedor dejará de gestionar la compañía y es probable que el comprador varíe la forma en que se venía administrando. Por ello, es imprescindible determinar concretamente qué partidas integrarán la métrica financiera aplicable y qué otras se excluirán, normalizando así la magnitud. Por último, suele ser habitual prever mecanismos para proteger al vendedor de posibles alteraciones intencionadas de la magnitud financiera encaminadas a que no se alcance la cifra prevista para el devengo del earn out.

En cualquier caso, para evitar que estas cláusulas tan técnicas acaben en los juzgados, es recomendable incluir un sistema de resolución de conflictos sobre la determinación de la métrica financiera concreta. Si existe un desacuerdo entre las partes a la hora de su determinación, un tercero independiente (una firma de auditoría) resolverá la disputa, fijando una cifra exacta para tal métrica que será final y vinculante para las partes.

Dependiendo de la operación, el vendedor también puede solicitar una garantía del pago del earn out, como, por ejemplo, una cuenta de depósito o escrow, un aval a primer requerimiento o una carta compromiso de la matriz del grupo comprador (equity commitment letter) cuando el comprador sólo es un vehículo para adquirir la sociedad objetivo.

En definitiva, un earn out puede ser la solución a los problemas de valoración de las compañías objetivo en estos tiempos inciertos del Covid-19. Sin embargo, deberá prestarse especial atención a la redacción de su cláusula para asegurar su correcta aplicación y evitar su litigiosidad.



Carmen Burgos
Socia de Corporate de
Linklaters en España

EL EJERCICIO DEL DERECHO DE PRIMERA OFERTA

En las sociedades que están participadas por varios accionistas es habitual que las partes firmen un acuerdo de accionistas que, entre otros, regule la transmisibilidad de su participación. También es frecuente que se acuerde que los accionistas tengan un derecho de primera oferta, right of first offer o ROFO en su denominación en inglés, y que opten por no incluir limitaciones a la transmisibilidad más restrictivas, como puede ser un derecho de tanteo (right of first refusal). El ROFO implica que un accionista que desee vender su participación tenga la obligación de comunicarlo a los demás accionistas, que podrán hacerle llegar una oferta de compra en ejercicio del ROFO. El accionista vendedor puede aceptar la oferta recibida o salir al mercado durante un periodo de tiempo para buscar la oferta de un tercero, pero en tal caso sólo podrá aceptar la oferta del tercero si es al menos igual (o mejor, dependiendo del acuerdo de accionistas) que la oferta del accionista rechazada.

A continuación, expondré los requisitos que entiendo que debe cumplir la oferta recibida del accionista para que pueda ser considerada en ejercicio legítimo del ROFO.

Es muy habitual que el propio acuerdo de accionistas establezca que la oferta recibida tenga que ser vinculante (binding), y que las únicas condiciones suspensivas a las que pueda estar sometido el contrato de compraventa que se firme en ejecución de la misma sean aquellas autorizaciones regulatorias o de competencia que sean obligatorias.

La pregunta que se plantea es si una oferta recibida del accionista con condiciones adicionales debe ser tenida en cuenta a los efectos del ROFO.

Creo que la respuesta debe ser negativa. Mediante el ROFO se está dando la posibilidad a los demás accionistas de poder incrementar su participación en la sociedad, y se les dota de un mecanismo para evitar que un tercero devenga accionista. A su vez, se da al accionista vendedor la posibilidad de vender rápido a otro accionista, sin tener que salir al mercado a lanzar un proceso de venta. Pero, para que este mecanismo funcione, la oferta que venga de los accionistas debe ser ejecutable, es decir, susceptible de ser cumplida en un espacio breve de tiempo, una vez se hayan obtenido las autorizaciones estrictamente obligatorias (como son las de competencia, las de inversión extranjera o pueden ser las regulatorias, según el sector del que se trate), sin añadir más condicionabilidad a la operación. Si se aceptara la inclusión de otras condiciones a la oferta, estaría obstaculizándose el derecho del accionista de vender su participación a un tercero, por entender que resultan exigibles unas condiciones económicas mínimas que debe cumplir la venta, sin haber tampoco una alternativa cierta e inminente de llevar a cabo la venta al accionista que habría ejercitado el ROFO. La conclusión se verá clara si, por ejemplo, la condición a la que el accionista quisiera someter su oferta en ejercicio del ROFO fuera la aprobación de la adquisición por su junta general de accionistas. En tal caso, estaría retrasándose la salida al mercado por el accionista vendedor entre 3 y 6 meses sin tener ninguna certeza de cerrar la venta con el accionista que ejercitó el ROFO.

Por lo tanto, para que un accionista haga valer su ROFO conforme a derecho, su oferta debe ser creíble, ejecutable, de buena fe, sometida sólo a las condiciones objetivas (como las regulatorias obligatorias) y no subjetivas (que dependan de alguna manera del comprador), y cuya ejecución dependa exclusivamente de la voluntad del vendedor de aceptar.