



FACULTAD DE DERECHO

**LOS MECANISMOS DE AJUSTE DEL PRECIO EN
EL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE
EMPRESA**

Autor: Claudia Gonzalo González

5º E-3 Analytics

Derecho Mercantil

Tutor: Bruno Walter Martín Baumeister

Madrid

Enero de 2025

RESUMEN

ABSTRACT

PALABRAS CLAVE

KEY WORDS

LISTADO DE ABREVIATURAS

ÍNDICE DE CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN

II. LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA

1. DIFERENCIA ENTRE VALOR Y PRECIO
2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS
 - 2.1. **Métodos basados en el balance patrimonial**
 - 2.2. **Métodos basados en el descuento de flujos de caja**
 - 2.3. **Métodos basados en múltiplos comparativos**
 - 2.4. **Métodos basados en transacciones precedentes**
3. RESULTADO DE LA VALORACIÓN: *ENTERPRISE VALUE* Y *EQUITY VALUE*

III. EL PRECIO COMO ELEMENTO ESENCIAL DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA

1. CONSIDERACIONES LEGALES SOBRE EL PRECIO
 - 1.1. **La exigencia de precio determinado o determinable**
 - 1.2. **La prohibición de determinación unilateral del precio**
 - 1.3. **La fijación del precio por un tercero**
2. TIPOS DE CONTRAPRESTACIÓN
 - 2.1. **Pago en efectivo y pago en acciones**
 - 2.2. **Precio fijo y precio contingente**

IV. LOS MECANISMOS DE AJUSTE DEL PRECIO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA

1. CUENTAS DE CIERRE (*CLOSING ACCOUNTS*)
 - 1.1. **Concepto y fundamento**
 - 1.2. **Ajuste del precio con base en el capital de trabajo**
 - 1.3. **Ajuste del precio con base en la deuda financiera neta**
2. CAJA CERRADA (*LOCKED BOX*)
 - 2.1. **Concepto y fundamento**
 - 2.2. **El periodo interino desde el *locked box date* hasta la fecha de cierre**
 - 2.2.1. *Extracciones de valor (leakages)*
 - a. *Leakages* permitidos

b. *Leakages* prohibidos

2.2.2. *Atribución de resultados del negocio*

3. **CLÁUSULAS CONTINGENTES DEL PRECIO: *EARN-OUTS***

3.1. ***Earn-outs***

3.1.1. *Concepto*

3.1.2. *Métricas para el cálculo del earn-out*

3.2. ***Clawback***

3.2.1. *Concepto*

V. **COMPARATIVA DE LOS MECANISMOS DE AJUSTE DEL PRECIO: VENTAJAS Y DESVENTAJAS**

1. CUENTAS DE CIERRE (*CLOSING ACCOUNTS*)

1.1. **Ventajas**

1.2. **Desventajas**

2. CAJA CERRADA (*LOCKED BOX*)

2.1. **Ventajas**

2.2. **Desventajas**

3. CLÁUSULAS CONTINGENTES DEL PRECIO: *EARN-OUTS* Y *CLAWBACK*

3.1. **Ventajas**

3.2. **Desventajas**

VI. **CONCLUSIONES**

VII. **BIBLIOGRAFÍA**

1. LEGISLACIÓN
2. OBRAS DOCTRINALES
3. RECURSOS DE INTERNET

I. INTRODUCCIÓN

Las operaciones de adquisición de empresas constituyen un fenómeno empresarial clave, orientado a la concentración y reorganización de recursos con diversos fines estratégicos. Estas transacciones, enmarcadas dentro del esquema causal de los contratos de intercambio, implican la transmisión de una empresa por parte de su titular a cambio de un precio (en el caso más común, una compraventa) o de una contraprestación distinta, como acciones o participaciones en otra sociedad (en cuyo caso se trataría de una permuta). Sin embargo, más allá de esta estructura básica, las operaciones de M&A abarcan un universo extraordinariamente heterogéneo, caracterizado por la diversidad de las empresas involucradas y la naturaleza de las operaciones en sí mismas.¹

Esta variedad y versatilidad del fenómeno trasciende al plano jurídico, especialmente en lo relativo al diseño y la negociación de los contratos que regulan estas operaciones. En este contexto, los términos de los contratos de compraventa de empresas adquieren un papel fundamental, tanto para asegurar los resultados económicos esperados como para prevenir posibles disputas entre las partes. Dentro de estas cláusulas, destacan por su importancia aquellas relativas a manifestaciones y garantías, confidencialidad, *covenants*, financiación y, sobre todo, las relacionadas con el precio. En cierto sentido, parece razonable afirmar que el precio es el eje central de la negociación, pues representa el interés primordial tanto para el comprador como para el vendedor.² Su trascendencia es tal que, en la práctica, la fijación de precios ajustables se ha convertido en una norma en los supuestos más habituales de adquisiciones de empresas no cotizadas.

En los procesos de negociación de adquisiciones de empresa surge inevitablemente una situación de asimetría informativa entre las partes contratantes. El comprador, en su esfuerzo por estimar el valor futuro de la empresa y determinar un precio acorde, se enfrenta a un desconocimiento significativo de las particularidades y riesgos inherentes a la entidad que desea adquirir. Esta posición de desventaja lo obliga a depender, en gran medida, de la información proporcionada por el vendedor.³ Para mitigar esta situación, se realizan exhaustivos procesos de *due diligence* legal y financiera con el objetivo de

¹ García de Enterría, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas” en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, La Ley, Madrid, 2024, pp. 63-64.

² Harrison, C., *Make the deal: Negotiating Mergers & Acquisitions*, Bloomberg BNA, New Jersey, 2016, pp. 67.

³ García de Enterría, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, *op. cit.*, pp. 66.

recabar información relevante sobre la sociedad. Además, se incluyen manifestaciones y garantías en los contratos, así como mecanismos de ajuste del precio, diseñados para reflejar los desarrollos positivos o negativos que puedan producirse entre la firma del contrato y el cierre de la operación.

Así, el presente Trabajo de Fin de Grado se centra en el análisis jurídico de estos mecanismos de ajuste del precio, herramientas clave para prevenir posibles manipulaciones del precio que buscan garantizar que la estructura del acuerdo sea justa y equilibrada para ambas partes contratantes, minimizando así el riesgo de disputas futuras.⁴

En primer lugar, se describirán los principales métodos de valoración empresarial utilizados en la práctica, en la medida en que estos constituyen un paso esencial para determinar el precio de compraventa. Esta sección sentará las bases conceptuales necesarias para comprender el resto del análisis.

En segundo lugar, se llevará a cabo una aproximación conceptual al precio como elemento esencial del contrato de compraventa de empresas. Este apartado abarcará tanto las consideraciones legales asociadas, como las modalidades de contraprestación que suelen pactarse, examinando las tendencias actuales en la práctica contractual.

Posteriormente, el trabajo se centrará en los mecanismos de ajuste del precio, que constituyen el núcleo del análisis. Se describirán los principales modelos adoptados en la práctica (como las cuentas de cierre, el sistema de caja cerrada, los *earn-outs* y los *clawbacks*), detallando su fundamentación, su implementación contractual y su funcionamiento práctico.

Finalmente, se presentará un análisis comparativo de las ventajas y desventajas que estos mecanismos ofrecen tanto al comprador como al vendedor, identificando las estrategias habituales para mitigar los riesgos y maximizar los beneficios que cada uno plantea para las partes.

⁴ Lisy, J., “The Purchase Price Adjustment: Purpose, Practices and Value Considerations”, M&A Essentials. Cohen & Company, 2021. (disponible en [M&A Essentials White Paper: The Purchase Price Adjustment | Cohen & Co](#); última consulta 25/01/2025)

II. LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA

1. DIFERENCIA ENTRE VALOR Y PRECIO

En los contratos más simples, las cualidades esperadas del bien y, en consecuencia, su valor, suelen deducirse fácilmente de su propia naturaleza y función económica. Sin embargo, cuando el objeto del contrato es una empresa, determinar su valor intrínseco resulta significativamente más complejo.

Desde el punto de vista del adquirente, la empresa como objeto *sui generis* del contrato de compraventa no se percibe simplemente como una suma de bienes o elementos heterogéneos (tales como inmuebles, inventarios, medios de transporte, derechos reales o de crédito, propiedad intelectual, etc.), sino como una organización dinámica y funcional con capacidad para generar flujos de caja (*cash flows*) en el futuro. Por tanto, su valor no radica únicamente en sus activos tangibles e intangibles, sino también en su estructura organizativa y su potencial para desarrollar con éxito una determinada actividad empresarial.⁵

Asimismo, una misma empresa puede (y suele) tener valores distintos para diferentes compradores.⁶ Estas variaciones vienen influenciadas por factores subjetivos, como las expectativas de crecimiento del sector y de la empresa, las posibles sinergias operativas, las economías de escala o la percepción del riesgo.

En este contexto, es crucial distinguir entre valor y precio. Mientras que el valor representa una estimación o posibilidad basada en expectativas, el precio es una realidad: la contraprestación acordada entre el vendedor y el comprador para concretar la compraventa de la empresa.⁷ En otras palabras, el valor se proyecta como una hipótesis económica, mientras que el precio es el resultado tangible de una negociación entre las partes.

2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

⁵ García de Enterría, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, *op. cit.*, pp. 66.

⁶ Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas” en *Valoración de empresas y sensatez*, SSRN, Madrid, 2019, p. 2.

⁷ Valls Martínez, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 7, n. 3, 2001, pp. 49. (disponible en [Métodos clásicos de valoración de empresas - Dialnet](#); última consulta 25/01/2025)

Por los motivos expuestos, en toda operación de M&A ambas partes contratantes dedican esfuerzos significativos al proceso de valoración de la empresa. Para el comprador, este análisis tiene como objetivo identificar el precio máximo que está dispuesto a pagar; para el vendedor, su propósito es determinar el precio mínimo por el que aceptaría vender.⁸

En este apartado se analizan los principales métodos empleados en la práctica para determinar el valor de una empresa, destacando sus ventajas, limitaciones y aplicabilidad según el contexto de la transacción.

2.1. Métodos basados en el balance patrimonial

Un primer grupo de métodos de valoración se centra en determinar el valor de la empresa a partir de la estimación de su patrimonio. Desde una perspectiva estática, se limitan a calcular el valor actual de los activos y pasivos de la empresa sin considerar factores como la evolución futura del negocio, el valor temporal del dinero, las circunstancias del sector o ciertos aspectos organizativos. Este enfoque, al basarse exclusivamente en datos contables, ignora cualquier elemento no reflejado directamente en los estados financieros.⁹

2.1.1. Valor contable

El valor contable de una empresa equivale a la suma de sus recursos propios, compuesto por el capital social más las reservas que figuran en su balance de situación. Técnicamente, este valor se calcula como la diferencia entre el total del activo y el pasivo exigible de la empresa.¹⁰

Supongamos que la empresa A presenta el siguiente balance de situación:

Tabla 1: Balance de situación de la Empresa A (millones de €)

ACTIVO		PASIVO	
Inmuebles	100	Capital social	120
Maquinaria	50	Reservas	20
Materias primas	45	Deudas a largo plazo	30
Deudores	10	Proveedores	40
Tesorerías	5	TOTAL PASIVO	210

⁸ Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas”, *op. cit.*, p. 3.

⁹ Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas”, *op. cit.*, p. 3.

¹⁰ Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas”, *op. cit.*, p. 3.

TOTAL ACTIVO	210		
---------------------	------------	--	--

En este caso, el valor contable de la empresa A sería: 210 millones (activo total) - 70 millones (pasivo exigible) = 140 millones de euros (capital social + reservas).

2.1.2. Valor de liquidación

El valor de liquidación refleja cuánto valdría una empresa si se procediera a su liquidación, es decir, si todos sus activos se vendieran y todas sus deudas se pagaran. Este método tiene en cuenta no solo el valor contable, sino también los costes asociados a la liquidación, como las indemnizaciones a empleados, impuestos y otros gastos relacionados con el cese de la actividad empresarial.¹¹

A partir del ejemplo previo, si los gastos de indemnización a empleados y todos los demás gastos asociados a la liquidación de la empresa A fuesen 40 millones, el valor de liquidación de las acciones sería 100 millones de euros (140 - 40).

Este método resulta útil en casos muy específicos, como la adquisición de una empresa con el propósito de su posterior liquidación, y representa el valor mínimo posible de la empresa, ya que asume la no continuidad de su actividad. Sin embargo, su aplicabilidad es limitada en transacciones ordinarias de M&A, donde el interés radica en mantener la actividad empresarial.

2.1.3. Ventajas y limitaciones

Los métodos basados en el balance patrimonial tienen la ventaja de su simplicidad y objetividad, ya que se fundamentan en datos contables fácilmente accesibles. Sin embargo, presentan importantes limitaciones.

En primer lugar, en la gran mayoría de ocasiones existe una desconexión considerable entre el valor contable y el valor de mercado,¹² ya que los activos y pasivos suelen registrarse al coste histórico o bajo normas contables que no reflejan necesariamente su valor actual.

Asimismo, estos métodos no tienen en cuenta el fondo de comercio (*goodwill*), que engloba el valor intangible derivado de factores como la reputación de la empresa, la

¹¹ Valls Martínez, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *op. cit.*, pp. 52.

¹² Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas”, *op. cit.*, p. 4.

fidelidad de sus clientes o su posicionamiento en el mercado, y puede ser una parte significativa del valor total de una empresa.¹³

Finalmente, estos métodos carecen de un enfoque dinámico al no contemplar las proyecciones futuras de crecimiento ni la capacidad de la empresa para generar beneficios a largo plazo.

2.2. Métodos basados en el descuento de flujos de caja (*cash flows*)

Un segundo grupo de métodos de valoración se basa en la capacidad de la empresa para generar rentas futuras.¹⁴ Estos métodos buscan determinar el valor de la empresa estimando los flujos de caja (*cash flows*) que se espera que produzca en el futuro y descontándolos a una tasa que refleje el riesgo de dichos flujos y el valor temporal del dinero.

El Descuento de Flujos de Caja (*Discounted Cash Flow* o DCF por sus siglas en inglés) es ampliamente reconocido como el método de valoración más utilizado en la práctica y, para muchos, el más conceptualmente correcto.¹⁵ Su lógica se fundamenta en que el valor de las acciones de una empresa, asumiendo su continuidad operativa, deriva de su capacidad para generar flujos de caja libres (*Free Cash Flows* o FCFs) que beneficien a los propietarios de dichas acciones.

Figura 1: Valoración de la empresa según el método DCF

$$V = \frac{FCF_1}{1 + K} + \frac{FCF_2}{(1 + K)^2} + \frac{FCF_3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{FCF_n + VR_n}{(1 + K)^n}$$

siendo: FCF_i = flujo de caja libre esperado en el periodo; K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos; VR_n = valor residual.

Fuente: Pablo Fernández, p. 9.

De acuerdo con la figura anterior, el valor de la empresa según el método DCF se obtiene a partir de tres elementos principales: los flujos de caja libres proyectados durante el periodo de previsión o *forecast period*, la tasa de descuento adecuada al riesgo de la

¹³ Valls Martínez, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *op. cit.*, pp. 51.

¹⁴ Valls Martínez, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *op. cit.*, pp. 53.

¹⁵ Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas”, *op. cit.*, p. 9.

empresa y el valor residual o *terminal value*, que representa el valor de la empresa más allá del periodo de previsión.

2.2.1. *El Free Cash Flow (FCF)*

El *Free Cash Flow*, o flujo de caja libre, es el flujo generado por las operaciones de la empresa después de impuestos sin tener en cuenta el endeudamiento de la misma. En otras palabras, representa el efectivo disponible para distribuir entre los accionistas y acreedores.¹⁶

Para calcular los flujos de caja libres futuros se debe realizar una previsión de los ingresos y gastos de la empresa durante un horizonte temporal definido, cuyo número de años dependerá del tipo de empresa y del sector en el que opere. Esta previsión implica estimaciones detalladas de partidas contables como el volumen y valor de las ventas, los costes de producción y operativos, costes estructurales y de venta, impuestos y otros costes financieros, etc.

2.2.2. *Tasa de descuento*

La tasa de descuento utilizada en el método DCF es el coste promedio ponderado de capital (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC). Este indicador combina el coste del capital propio (acciones) y del capital ajeno (deuda), ponderados por su proporción en la estructura financiera de la empresa¹⁷. Dicho de otro modo, el WACC refleja el rendimiento mínimo exigido por los inversores para compensar el riesgo asumido al financiar las operaciones de la empresa.

La correcta elección de la tasa de descuento es crucial, ya que pequeñas variaciones en este parámetro pueden tener un impacto significativo en el valor final estimado.

2.2.3. *Valor residual (terminal value)*

Desde un punto de vista teórico, en la medida en que una empresa tiene una vida indefinida e impredecible, ser querrían proyectar los flujos de caja futuros durante un período de tiempo muy largo. Sin embargo, en la práctica, dado que no resulta posible realizar proyecciones indefinidas, los analistas suelen preparar previsiones financieras

¹⁶ Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas”, *op. cit.*, p. 10-11.

¹⁷ Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas”, *op. cit.*, p. 12.

detalladas para un periodo de previsión o *forecast period* de tres a cinco años, mientras que el valor de los flujos de caja restantes para todos los años posteriores al final del periodo de planificación se estima como un valor residual o *terminal value*.¹⁸

Así, el *terminal value* representa el valor de la empresa más allá del horizonte de proyección, normalmente bajo el supuesto de una tasa de crecimiento constante basada en las perspectivas de crecimiento a largo plazo de la economía o del sector.

El valor residual suele representar una parte significativa del valor total de la empresa, por lo que su estimación precisa es esencial para la fiabilidad del método DCF.

2.2.4. Ventajas y limitaciones

Los métodos de valoración basados en el descuento de flujos de caja presentan ventajas significativas que los convierten en una herramienta esencial en la valoración de empresas. Una de sus principales fortalezas es su fundamento conceptual sólido, ya que se basa en la capacidad real de la empresa para generar beneficios en el futuro. Esto permite reflejar, de manera precisa, el valor intrínseco de la empresa al considerar tanto su situación financiera actual como sus perspectivas de crecimiento a largo plazo.

No obstante, el método DCF también presenta ciertas limitaciones que deben considerarse con precaución.

Una de ellas es su elevada subjetividad, ya que el cálculo depende de múltiples supuestos y estimaciones que deben hacer los analistas.¹⁹ La proyección de flujos de caja futuros requiere anticipar factores como el crecimiento de las ventas, los márgenes de beneficio, las inversiones en activos (*Capital Expenditure* o *CAPEX*) y los costes operativos, lo que está sujeto a gran incertidumbre y variabilidad. Además, la determinación de la tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento perpetuo (*perpetual growth rate*) también implica tomar decisiones subjetivas que pueden influir significativamente en el valor final obtenido.

Asimismo, otra limitación importante es la sensibilidad del modelo a pequeñas variaciones en los parámetros, pues un cambio marginal en las tasas de crecimiento o descuento puede producir grandes fluctuaciones en el valor estimado.

¹⁸ Titman, S. & Martin, J. D., “Valuation: the art and science of corporate investment decisions”, Pearson, New Jersey, 2016, p. 215.

¹⁹ Valls Martínez, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *op. cit.*, pp. 53.

2.3. Métodos relativos (valoración por múltiplos)

Un tercer grupo de métodos de valoración se basa en la comparación de la empresa objeto de análisis con otras de características similares dentro del mismo sector de actividad. Estos métodos tienen como objetivo determinar el valor de la empresa a partir de referencias externas, utilizando múltiplos financieros y métricas derivadas del mercado.²⁰

La elección de los múltiplos dependerá de cada caso concreto. Los múltiplos de referencia pueden ser los de una empresa comparable específica, la media de varias empresas similares o incluso la media del sector.

2.3.1. Múltiplos basados en la capitalización bursátil: el PER

El *Price to Earnings Ratio* (PER) es uno de los indicadores más utilizados para valorar empresas cotizadas. Se calcula como el cociente entre la capitalización bursátil de la empresa y su beneficio neto total, o, de forma equivalente, como la relación entre el precio de la acción y el beneficio por acción.²¹

2.3.2. Múltiplos basados en el valor de la empresa: el EV/EBITDA

El múltiplo *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA) es otro de los más utilizados, especialmente en valoraciones de empresas no cotizadas. Se calcula como la relación entre el valor de la empresa (*Enterprise Value*) y el *EBITDA* (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

El múltiplo EV/EBITDA permite comparar empresas eliminando el impacto de las diferencias en las estructuras financieras y fiscales, lo que proporciona una visión más neutral y objetiva del desempeño operativo de las mismas.²²

2.3.3. Ventajas y limitaciones

Una de las principales fortalezas de los métodos de valoración relativos es su simplicidad y rapidez, ya que permiten realizar valoraciones directas utilizando datos disponibles en el mercado. Asimismo, la valoración basada en múltiplos es particularmente útil como herramienta complementaria a otros métodos. En este sentido,

²⁰ Rojo Ramírez, et. al. “Valoración por múltiplos”, Documentos AECA, Serie Valoración y Financiación de Empresas, Documento nº 15, Madrid, 2019, pp. 11.

²¹ Valls Martínez, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *op. cit.*, pp. 61.

²² Rojo Ramírez, et. al. “Valoración por múltiplos”, *op. cit.*, pp. 23-25.

una vez realizada la valoración DCF, la comparación con múltiplos de empresas comparables permite calibrar los resultados obtenidos y detectar posibles discrepancias o inconsistencias.²³

Ahora bien, estos métodos relativos presentan importantes limitaciones. En primer lugar, los múltiplos suelen presentar una gran dispersión, ya que factores como el tamaño, la rentabilidad, las expectativas de crecimiento o las diferencias en el modelo de negocio pueden variar significativamente entre las empresas comparadas.²⁴

Por otro lado, estos métodos no capturan las proyecciones de crecimiento futuro ni los riesgos intrínsecos de la empresa valorada. Por ello, su utilidad como método principal es limitada, y se emplean con mayor eficacia como complemento a métodos más robustos y detallados.

Finalmente, la efectividad de estos métodos depende en gran medida de la calidad y disponibilidad de datos comparables. En sectores con poca transparencia o con escasa información sobre empresas similares, su aplicabilidad puede ser limitada.

3. RESULTADO DE LA VALORACIÓN: *ENTERPRISE VALUE* Y *EQUITY VALUE*

A modo de conclusión de esta sección dedicada a la valoración de la empresa, y antes de proceder al análisis de los temas centrales del presente trabajo, resulta conveniente hacer una breve aclaración de dos conceptos clave en lo referido al resultado de la valoración, los cuales suelen ser confundidos: el *enterprise value* y el *equity value*.

En particular, resulta fundamental comprender qué mide cada uno de estos valores, qué método de valoración permite calcularlos y cuál es la relación entre ambos.

El *enterprise value* de una empresa se define como la suma del valor de su patrimonio (*equity*) y su deuda neta, donde esta última corresponde a la deuda con intereses menos el saldo de efectivo de la empresa en la fecha de la valoración.²⁵ En otras palabras, representa el valor total de la empresa desde la perspectiva de todos los inversores: tanto accionistas como acreedores.

²³ Fernández, P., “Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos” en *Valoración de empresas y sensatez*, SSRN, Madrid, 2019, p. 1.

²⁴ Fernández, P., “Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos”, *op. cit.*, p. 1.

²⁵ Titman, S. & Martin, J. D., “Valuation: the art and science of corporate investment decisions”, *op. cit.*, p. 56.

Desde la perspectiva de los métodos de valoración, el Descuento de Flujos de Caja (DCF), cuando se calcula utilizando los flujos de caja libres de la empresa (FCFF) y se descuenta al coste promedio ponderado de capital (WACC), proporciona un resultado que equivale al *enterprise value*. Esto se debe a que dicho enfoque considera los flujos de caja disponibles para todos los proveedores de capital, tanto accionistas como acreedores.

Similarmente, dentro de los métodos de valoración relativa, el múltiplo EV/EBITDA mide el valor total de la empresa disponible para todos los inversores en relación con su capacidad para generar beneficios operativos.

El *equity value*, por su parte, representa el valor de los recursos propios de la empresa. En otras palabras, refleja el valor que corresponde exclusivamente a sus accionistas. De esta manera, para determinar el precio por acción de la empresa, el *equity value* se divide entre el número de acciones en circulación.²⁶

En el contexto de los métodos de valoración relativa, el PER compara el valor de la empresa para sus accionistas con los beneficios netos. Así, este múltiplo, a diferencia del EV/EBITDA, se enfoca exclusivamente en el *equity value*, ya que solo considera los beneficios después de impuestos, tras los correspondientes pagos a los acreedores.

En resumen, la equivalencia entre ambos conceptos es la siguiente:

Figura 2: Relación entre *equity value* y *enterprise value*

$$\begin{aligned} \text{Equity value} &= \text{Enterprise value} - \text{Deuda neta} = \\ &= \text{Enterprise value} - \text{Deuda con intereses} + \text{Saldo en efectivo} \end{aligned}$$

Fuente: Sheridan Titman & John D. Martin, p. 272

III. EL PRECIO COMO ELEMENTO ESENCIAL DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA

En España, de manera similar a lo que ocurre en otros países, no abundan las normas imperativas que regulan el contrato de compraventa de empresas, lo que permite que la

²⁶ Titman, S. & Martin, J. D., “Valuation: the art and science of corporate investment decisions”, *op. cit.*, p. 287.

autonomía de la voluntad desempeñe un papel central en la configuración de este tipo de acuerdos.²⁷

Dentro del contrato de adquisición de empresas, las cláusulas relativas al precio constituyen su eje fundamental.²⁸ A menudo, presentan un alto grado de complejidad como consecuencia de diversos factores, como la distinta valoración del negocio realizada por las partes, la estructura del pago y los mecanismos de ajuste del precio que puedan pactarse. Por ese motivo, gran parte de los esfuerzos de las partes durante el proceso de negociación se centran en la más conveniente y precisa redacción de los términos relativos al precio de la transacción.

En concreto, los mecanismos de aplazamiento y ajuste del pago reflejan la intención de las partes de dotar al contrato de autosuficiencia en su ejecución práctica, minimizando así la necesidad de intervención de terceros y adaptando el pago a la evolución de la empresa adquirida.²⁹

Ahora bien, antes de analizar en detalle los distintos mecanismos de ajuste del precio utilizados en la práctica, resulta fundamental abordar las principales consideraciones legales sobre el precio en nuestro ordenamiento jurídico, así como examinar los distintos tipos de contraprestación que las partes pueden pactar dentro del amplio margen que les concede la autonomía de la voluntad en este ámbito.

1. CONSIDERACIONES LEGALES SOBRE EL PRECIO
 - 1.1. **La exigencia de precio determinado o determinable**
 - 1.2. **La prohibición de determinación unilateral del precio**
 - 1.3. **La fijación del precio por un tercero**
2. TIPOS DE CONTRAPRESTACIÓN
 - 2.1. **Pago en efectivo y pago en acciones**
 - 2.2. **Precio fijo y precio contingente**

IV. LOS MECANISMOS DE AJUSTE DEL PRECIO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA

1. CUENTAS DE CIERRE (*CLOSING ACCOUNTS*)

²⁷ Marcos, F., “Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014”, IE Law School, Working Paper AJ8-228, Madrid, 2015, p. 11.

²⁸ Marcos, F., “Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014”, *op. cit.*, p. 21.

²⁹ Marcos, F., “Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014”, *op. cit.*, p. 21.

- 1.1. **Concepto y fundamento**
- 1.2. **Ajuste del precio con base en el capital de trabajo**
- 1.3. **Ajuste del precio con base en la deuda financiera neta**
- 2. CAJA CERRADA (*LOCKED BOX*)
 - 2.1. **Concepto y fundamento**
 - 2.2. **El periodo interino desde el *locked box date* hasta la fecha de cierre**
 - 2.2.1. *Extracciones de valor (leakages)*
 - a. *Leakages permitidos*
 - b. *Leakages prohibidos*
 - 2.2.2. *Atribución de resultados del negocio*
- 3. CLÁUSULAS CONTINGENTES DEL PRECIO: *EARN-OUTS*
 - 3.1. ***Earn-outs***
 - 3.1.1. *Concepto*
 - 3.1.2. *Métricas para el cálculo del earn-out*
 - 3.2. ***Clawback***
 - 3.2.1. *Concepto*

V. COMPARATIVA DE LOS MECANISMOS DE AJUSTE DEL PRECIO: VENTAJAS Y DESVENTAJAS

- 1. CUENTAS DE CIERRE (*CLOSING ACCOUNTS*)
 - 1.1. **Ventajas**
 - 1.2. **Desventajas**
- 2. CAJA CERRADA (*LOCKED BOX*)
 - 2.1. **Ventajas**
 - 2.2. **Desventajas**
- 3. CLÁUSULAS CONTINGENTES DEL PRECIO: *EARNOUTS* Y *CLAWBACK*
 - 3.1. **Ventajas**
 - 3.2. **Desventajas**

VI. CONCLUSIONES

VII. BIBLIOGRAFÍA

- 1. LEGISLACIÓN

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid 25 de julio de 1889).

2. OBRAS DOCTRINALES

Albaladejo Campoy, M., “Aspectos jurídicos de los procesos de adquisición de empresas. Análisis jurisprudencial”, *UNED (Tesis doctoral)*, 2022. (disponible en imprimirFicheroTesis.do; última consulta 25/01/2025)

Fernández, P., *Valoración de empresas y sensatez*, SSRN, Madrid, 2019.

Ferrero Álvarez-Cedrón, G. y Mussio González, A. “El ajuste de precio en un contrato de transferencia de acciones”, *Themis Revista de Derecho*, vol. 84, 2023, pp. 201-2011.

García de Enterría Lorenzo-Velázquez, J., “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas” en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, La Ley, Madrid, 2024, pp. 59-77.

Harrison, C., *Make the deal: negotiating mergers & acquisitions*, Bloomberg BNA, New Jersey, 2016, pp. 67-87.

Ravina Martín, P., “Los ajustes de precio en los contratos de compra de empresas” en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, La Ley, Madrid, 2024, pp. 531-563.

Rojo Ramírez, A., Recondo Porrúa, R. & Marino Garrido, T., “Valoración por múltiplos”, *Documentos AECA, Serie Valoración y Financiación de Empresas*, Documento nº 15, Madrid, 2019, pp. 7-30.

Titman, S. & Martin, J. D., *Valuation: the art and science of corporate investment decisions*, Pearson, New Jersey, 2016, pp. 259-400.

3. RECURSOS DE INTERNET

Lellos., S, A. y Brocki, L., “The locked box mechanism in private M&A transactions: a streamlined approach”, Rivkin Radler, 2024 (disponible en [The Locked Box Mechanism in Private M&A Transactions: A Streamlined Approach | Rivkin Radler](#); última consulta 25/01/2025)

- Lisy, J., “The Purchase Price Adjustment: Purpose, Practices and Value Considerations”, M&A Essentials. Cohen & Company, 2021. (disponible en [M&A Essentials White Paper: The Purchase Price Adjustment | Cohen & Co](#); última consulta 25/01/2025)
- Marcos, F., “Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014”, *IE Law School*, Working Paper AJ8-228, Madrid, 2015. (disponible en https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2698731; última consulta 25/01/2025)
- Palomar Pérez, L., “El precio y el mecanismo ‘locked box’ en operaciones de M&A”, *Cinco Días*, 25 de noviembre de 2019. (disponible en [El precio y el mecanismo ‘locked box’ en operaciones de M&A | Legal | Cinco Días](#); última consulta 25/05/2025)
- Tannenbaum, F., “How to structure contingent purchase price provisions (earnouts)”, *The Practical Lawyer*, 2010, pp. 33-43. (disponible en [FDT_How-to-Structure-Contingent-Purchase-Price-Provisions-Earnouts.pdf](#); última consulta 25/01/2025)
- Tsao, A., “Pricing mechanisms in mergers and acquisitions: thinking inside the box”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 18, n. 3, 2016, pp. 1233-1260. (disponible en [Pricing Mechanisms in Mergers and Acquisitions: Thinking Inside the Box](#); última consulta 25/01/20245)
- Valls Martínez, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 7, n. 3, 2001, pp. 49-66. (disponible en [Métodos clásicos de valoración de empresas - Dialnet](#); última consulta 25/01/2025)
- Yi, A., Mazur, A. y Batra, S., “To lock or not to lock? An introduction to the locked box closing mechanism”, PwC, 2021 (disponible en [pwc-locked-box-closing-mechanism.pdf](#); última consulta 25/01/2025)