



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 Martín Baumeister

Madrid

Marzo de 2025

RESUMEN

En las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, la determinación del precio de compra es un factor crucial que requiere una inversión significativa de recursos por parte de las partes contratantes durante el proceso de negociación. Por ello, los contratos de compraventa en este ámbito suelen incorporar ciertos mecanismos de ajuste del precio, influenciados en gran medida por la práctica anglosajona, con el fin de reflejar variaciones en la situación financiera de la empresa objetivo entre la firma del contrato y el cierre de la transacción, así como para alinear los incentivos de comprador y vendedor.

Este trabajo analiza los principales mecanismos utilizados en la práctica, a saber: las cuentas de cierre, el mecanismo de caja cerrada y las cláusulas contingentes del precio (*earn-outs* y *clawbacks*). Cada uno de estos métodos presenta ventajas y desventajas en función de la estructura de la operación y la distribución del riesgo económico. Mientras que las cuentas de cierre permiten un ajuste posterior al cierre basado en datos financieros reales, el mecanismo de caja cerrada fija el precio con anterioridad, proporcionando certeza al vendedor, pero trasladando al comprador el riesgo de posibles variaciones en el desempeño de la empresa. Por su parte, las cláusulas contingentes permiten modificar el precio en función del rendimiento futuro del negocio, lo que puede ayudar a mitigar las discrepancias en la valoración inicial de la empresa, aunque también introduce complejidades en la gestión post-cierre y potenciales conflictos entre las partes.

PALABRAS CLAVE

Fusiones y adquisiciones, valoración de empresas, ajuste de precio, cuentas de cierre, deuda neta, capital de trabajo, caja cerrada, cláusulas contingentes

ABSTRACT

In mergers and acquisitions, the determination of the purchase price is a crucial factor that requires a significant investment in resources by the contracting parties during the negotiation process. It is for this reason that sales and purchase agreements often incorporate purchase price adjustment mechanisms, largely influenced by the Anglo-Saxon practice, to account for variations in the financial situation of the target company between the signing of the contract and the closing of the transaction, as well as to align the incentives of the buyer and the seller.

This paper analyzes the main purchase price adjustment mechanisms used in practice, namely: closing accounts, locked box and contingent price clauses (earn-outs and clawbacks). Each of these methods presents advantages and disadvantages depending on the structure of the transaction and the allocation of economic risk. While the closing accounts mechanism allow for a post-closing adjustment based on actual financial data, the locked box mechanism fixes the price in advance, providing certainty to the seller but shifting the risk of potential variations in the company's performance to the buyer. On the other hand, contingent clauses enable price adjustments based on the future performance of the business, which can help mitigate discrepancies in the initial valuation of the company, although they might also introduce complexities in post-closing management and potential conflicts between the parties.

KEY WORDS

Mergers and acquisitions, corporate valuation, purchase price adjustment, closing accounts, net debt, working capital, locked box, contingent clauses

LISTADO DE ABREVIATURAS

M&A: *Mergers and Acquisitions* (fusiones y adquisiciones)

SPA: *Sales and Purchase Agreement* (contrato de compraventa)

FCF: *Free Cash Flow* (flujo de caja libre)

PPA: *Purchase Price Adjustment* (ajuste del precio de compra)

CAM: *Closing Accounts Mechanism* (mecanismo de cuentas de cierre)

LBM: *Locked Box Mechanism* (mecanismo de caja cerrada)

NWC: *Net Working Capital* (capital de trabajo neto)

EV: *Enterprise Value* (valor de empresa)

EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones)

DCF: *Discounted Cash Flow* (descuento de flujos de caja)

VR: Valor Residual

WACC: *Weighted Average Cost of Capital* (coste promedio ponderado de capital)

PER: *Price to Earnings Ratio* (ratio precio-ganancias)

CAPEX: Capital Expenditure (gastos de capital)

ÍNDICE DE CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN	9
1. PLANTEAMIENTO Y JUSTIFICACIÓN DE LA CUESTIÓN	9
2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	10
II. LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA	11
1. DIFERENCIA ENTRE VALOR Y PRECIO	11
2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	12
2.1. Métodos basados en el balance patrimonial	12
2.2. Métodos basados en el descuento de flujos de caja (<i>cash flows</i>).....	14
2.3. Métodos relativos (valoración por múltiplos)	18
III. EL PRECIO COMO ELEMENTO ESENCIAL DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA	22
1. CONSIDERACIONES LEGALES SOBRE EL PRECIO	23
1.1. La exigencia de precio cierto	23
1.2. La prohibición de determinación unilateral del precio	24
1.3. La fijación del precio por un tercero	24
2. TIPOS DE CONTRAPRESTACIÓN	25
2.1. Pago en efectivo y pago en acciones	26
2.2. Precio fijo y precio contingente	27
IV. LOS MECANISMOS DE AJUSTE DEL PRECIO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA	29
1. CUENTAS DE CIERRE (<i>CLOSING ACCOUNTS MECHANISM</i>)	30
1.1. Concepto y fundamento	30
1.2. Principales magnitudes de ajuste: deuda neta y capital de trabajo	31
1.3. Proceso de determinación del precio final y resolución de disputas	33
2. CAJA CERRADA (<i>LOCKED BOX MECHANISM</i>)	34
2.1. Concepto y fundamento	34

2.2.	El periodo interino desde el locked box date hasta la fecha de cierre..	36
3.	CLÁUSULAS CONTINGENTES DEL PRECIO: <i>EARN-OUTS</i> Y <i>CLAWBACKS</i>	39
3.1.	<i>Earn-out</i>	39
3.2.	<i>Clawback</i>	41
V.	COMPARATIVA DE LOS MECANISMOS DE AJUSTE DEL PRECIO: VENTAJAS Y DESVENTAJAS	42
1.	CUENTAS DE CIERRE (CLOSING ACCOUNTS MECHANISM)	42
1.1.	Ventajas.....	42
1.2.	Desventajas	43
2.	CAJA CERRADA (LOCKED BOX MECHANISM).....	44
2.1.	Ventajas.....	44
2.2.	Desventajas	45
3.	CLÁUSULAS CONTINGENTES DEL PRECIO: <i>EARN-OUTS</i> Y <i>CLAWBACK</i> 46	
3.1.	Ventajas.....	46
3.2.	Desventajas	47
VI.	CONCLUSIONES	48
VII.	BIBLIOGRAFÍA	50
1.	LEGISLACIÓN	50
2.	OBRAS DOCTRINALES	50
3.	RECURSOS DE INTERNET	51

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Balance de situación de la Empresa A (millones de €).....	13
Tabla 2: Estimación del <i>equity value</i> a partir del PER.....	19
Tabla 3: Estimación del <i>enterprise value</i> a partir del EV/EBITDA	19

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Valoración de la empresa según el método de descuento de flujos de caja	15
Figura 2: Relación entre <i>equity value</i> y <i>enterprise value</i> (<i>brige to equity</i>).....	21

I. INTRODUCCIÓN

1. PLANTEAMIENTO Y JUSTIFICACIÓN DE LA CUESTIÓN

Las operaciones de adquisición de empresas constituyen un fenómeno empresarial de gran relevancia, 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 de una compraventa, supuesto más común) o de una contraprestación distinta, como acciones o participaciones en otra sociedad (en cuyo caso estaríamos ante una permuta). Sin embargo, más allá de esta estructura básica, las operaciones de *mergers and acquisitions* (en adelante M&A, por sus siglas en inglés) 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*², 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.³ 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 una inevitable 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

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 En un contrato de compraventa de empresas, los *covenants* son cláusulas en virtud de las cuales se establecen compromisos y restricciones para las partes involucradas en la transacción con el objetivo de garantizar que ambas cumplan con ciertas condiciones antes y después del cierre de la operación, protegiendo así el valor del negocio y asegurando una transición estructurada.

³ Harrison, C., “Make the deal: Negotiating Mergers & Acquisitions”, *Bloomberg BNA*, New Jersey, 2016, p. 67.

la entidad que desea adquirir. Esta posición de desventaja le obliga a depender, en gran medida, de la información proporcionada por el vendedor.⁴ Para mitigar esta situación, se realizan exhaustivos procesos de *due diligence*⁵ legal y financiera con el objetivo de 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.

2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

El presente Trabajo de Fin de Grado se centra en el análisis jurídico de los mecanismos de ajuste del precio en los contratos de compraventa de empresas, herramientas clave para prevenir posibles manipulaciones del precio y garantizar que la estructura del acuerdo sea justa y equilibrada para ambas partes contratantes, minimizando así el riesgo de disputas futuras.⁶

Como punto de partida, se describirán los principales métodos de valoración empresarial utilizados en la práctica, en la medida en que estos constituyen un paso previo esencial para determinar el precio de compraventa. Esta sección sentará las bases 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. Este apartado abarcará tanto las consideraciones legales asociadas al mismo, como las modalidades de contraprestación que suelen pactarse entre las partes, 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.

⁴ García de Enterría, J., *op. cit.*, p. 66.

⁵ Ejercicio de investigación, recopilación y análisis de información sobre una empresa con la finalidad de descubrir contingencias que pudieran afectar a su valor o implicar una consecuencia dañosa para el potencial adquirente (Acosta, T., 2024, p. 72).

⁶ Lisy, J., “The Purchase Price Adjustment: Purpose, Practices and Value Considerations”, *M&A Essentials. Cohen & Company*, 2021.

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

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.

Los métodos de valoración de empresas incorporan expectativas acerca del futuro del negocio o elementos directamente subjetivos, necesariamente cambiantes o dependientes de la perspectiva del comprador. En consecuencia, una misma empresa puede (y suele) tener valores distintos para diferentes compradores.⁷ Estas variaciones vienen influenciadas por factores subjetivos, como las expectativas de crecimiento del sector y de la empresa, las posibles sinergias operativas que podrán obtenerse mediante la integración de la empresa comprada en el negocio del comprador, las economías de escala o la percepción del riesgo asociado a la operativa futura de la sociedad resultante.

Los métodos de valoración de empresas incorporan expectativas sobre el futuro del negocio y elementos subjetivos que, por su naturaleza, son dinámicos y dependen de la perspectiva del comprador. Como resultado, una misma empresa puede (y suele) tener valoraciones distintas para diferentes adquirentes. Estas variaciones están influenciadas por factores subjetivos, como las expectativas de crecimiento del sector y de la empresa, las posibles sinergias operativas derivadas de su integración en el negocio del comprador, las economías de escala y la percepción del riesgo asociado a la operativa futura de la sociedad resultante.⁸

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:

⁷ Fernández, P., “Métodos de valoración de empresas” en *Valoración de empresas y sensatez*, SSRN, Madrid, 2019, p. 2.

⁸ 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, p. 451.

la contraprestación acordada entre el vendedor y el comprador para concretar la compraventa de la empresa.⁹ 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

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 aceptable para la venta de su negocio.¹⁰

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 entrar a 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 de la empresa objeto de valoración.¹¹

2.1.1. Valor contable

El valor contable de una empresa equivale a la suma de sus recursos propios, integrados por el capital social más las reservas acumuladas que figuran en su balance de situación. Técnicamente, el valor del patrimonio neto de la empresa se calcula como la diferencia entre el total de su activo y su pasivo exigible.¹²

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

⁹ Valls Martínez, M. C., “Métodos clásicos de valoración de empresas”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 7, n. 3, 2001, p. 49.

¹⁰ Fernández, P., *op. cit.*, p. 3.

¹¹ *Ibid.*, p. 3.

¹² *Ibid.*, p. 3.

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

ACTIVO		PASIVO	
<i>Activo no corriente</i>		<i>Patrimonio neto</i>	
Inmuebles	100	Capital social	120
Maquinaria	50	Reservas	20
<i>Activo corriente</i>		<i>Pasivo no corriente</i>	
Materias primas	45	Deudas a largo plazo	30
Deudores	10	<i>Pasivo corriente</i>	
Tesorería	5	Proveedores	40
TOTAL ACTIVO	210 M€	TOTAL PASIVO	210 M€

Fuente: Elaboración propia

En este caso, el valor contable de la empresa A sería: 210 M€ (activo total) – 70 M€ (pasivo exigible total) = 140 M€ (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 no sólo tiene en cuenta 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.¹³

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 M€, el valor de liquidación de las acciones sería 100 M€ (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 precio mínimo que estaría dispuesto a percibir el vendedor, ya que asume la no continuidad de su actividad.¹⁴ Sin embargo, su aplicabilidad es limitada en transacciones ordinarias de M&A, donde el interés del comprador radica precisamente en mantener la actividad empresarial con el objetivo de generar valor a través de la explotación del negocio y la obtención de sinergias operativas.

¹³ Valls Martínez, M. C., *op. cit.*, p. 52.

¹⁴ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 457.

2.1.3. Ventajas y limitaciones

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

En primer lugar, en la gran mayoría de ocasiones existe una desconexión considerable entre el valor contable y el valor de mercado de una empresa,¹⁵ ya que los activos y pasivos suelen registrarse al coste histórico o bajo normas contables que no reflejan necesariamente su valor actual, el cual puede haberse apreciado significativamente con el tiempo o, por el contrario, haber perdido relevancia económica. Esta discrepancia es particularmente notable en sectores con un alto potencial de crecimiento, como el tecnológico.¹⁶

Asimismo, esta categoría de métodos no tiene en cuenta el fondo de comercio (*goodwill*), esto es, el valor intangible del negocio derivado de factores como la reputación de la empresa, la fidelidad de sus clientes o su posicionamiento en el mercado. Estos elementos pueden representar una parte significativa del valor total de la empresa, especialmente en sectores donde la marca, la experiencia acumulada o las relaciones comerciales juegan un papel clave en la generación de ingresos futuros.¹⁷

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.¹⁸ Estos métodos buscan determinar el valor de la empresa estimando los flujos de caja 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) es ampliamente reconocido como el método de valoración más utilizado en la práctica y, para muchos, el

¹⁵ Fernández, P., *op. cit.*, p. 4.

¹⁶ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 457.

¹⁷ Valls Martínez, M. C., *op. cit.*, p. 51.

¹⁸ Valls Martínez, M. C., *op. cit.*, p. 53.

más conceptualmente correcto.¹⁹ Su lógica se fundamenta en que el valor de una empresa, asumiendo su continuidad operativa, deriva de su capacidad para generar flujos de caja libres que beneficien a los accionistas. De este modo, se prioriza el concepto de caja sobre otros criterios contables como los ingresos, costes y beneficios, los cuales, debido al principio del devengo, no siempre reflejan entradas y salidas de tesorería.²⁰

Figura 1: Valoración de la empresa según el método de descuento de flujos de caja

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

siendo: FCF_i = flujo de caja libre esperado en el periodo i; K = tasa de descuento apropiada al 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 de descuento de flujos de caja se obtiene a partir de tres elementos o incógnitas principales: los flujos de caja libres²¹ proyectados durante el periodo de previsión o *forecast period*; el valor residual o *terminal value*, que representa el valor de la empresa más allá del periodo de previsión; y la tasa de descuento adecuada al riesgo de la empresa.

2.2.1. El Free Cash Flow (FCF)

El flujo de caja libre o *Free Cash Flow* (FCF) es el flujo generado por las operaciones de la empresa después de impuestos sin tener en cuenta el endeudamiento. En otras palabras, representa el efectivo disponible para distribuir entre los accionistas y acreedores.²²

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 de la elección del valorador en función del tipo de empresa y del sector en el que ésta opere. Esta previsión implica realizar estimaciones detalladas de partidas

¹⁹ Fernández, P., *op. cit.*, p. 9.

²⁰ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 458.

²¹ Si bien lo más común es utilizar el concepto de flujos de caja libres, en algunos casos se opta por descontar los dividendos proyectados, considerándolos como flujo de efectivo relevante para el accionista (*Ibid.*, p. 458).

²² Fernández, P., *op. cit.*, p. 10-11.

contables como el volumen y valor de las ventas, los costes de producción y demás costes operativos, los costes estructurales y de venta, los impuestos y otros costes financieros.

2.2.2. Valor residual (*terminal value*)

Desde un punto de vista teórico, dado que una empresa puede tener una duración indefinida, se deberían proyectar los flujos de caja futuros a lo largo de un horizonte temporal lo más amplio posible. No obstante, en la práctica, dado que no es viable realizar proyecciones indefinidas con precisión, lo habitual es elaborar previsiones financieras detalladas para un período de proyección (*forecast period*), que suele abarcar entre tres y cinco años. Posteriormente, el valor de los flujos de caja generados más allá de este período de cálculo se estima mediante el conocido como valor residual (*terminal value*).²³

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 en general o del sector concreto en el que opera la empresa.

En gran parte de ocasiones, este valor residual representa una parte significativa del valor total de la empresa, por lo que su estimación precisa es esencial para la fiabilidad del descuento de flujos de caja como método de valoración.

2.2.3. Tasa de descuento

Una vez calculados, los flujos de caja libre y el valor residual de la empresa deben ser descontados a una tasa de actualización concreta. En concreto, 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 empresa²⁴. 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.

²³ Titman, S. & Martin, J. D., “Valuation: the art and science of corporate investment decisions”, *Pearson, New Jersey*, 2016, p. 215.

²⁴ Fernández, P., *op. cit.*, p. 12.

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 de la empresa estimado.

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 y el método de valoración de empresas con mayor arraigo y tradición.²⁵ Una de sus principales fortalezas radica en su sólido fundamento conceptual, ya que se basa en la capacidad real de la empresa para generar flujos de caja 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 debe hacer el valorador en cada caso.²⁶ 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, estando todo ello 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.

No obstante, si utilizando este método el comprador estima un valor superior al del vendedor (por ejemplo, al incorporar en sus proyecciones de flujos de caja libres las sinergias esperadas), es probable que el precio final acordado se ubique en un punto intermedio entre ambas valoraciones, resultando la transacción beneficiosa para ambas partes.²⁷

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

²⁵ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 457.

²⁶ Valls Martínez, M. C., *op. cit.*, p. 53.

²⁷ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 458.

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.²⁸

A modo de ejemplo, estos métodos operan de manera similar a una regla de tres: si una empresa comparable genera un beneficio anual de 100 y su valor de mercado es de 300, entonces una empresa objeto de compraventa con un beneficio anual de 200 debería, en principio, valorarse en 600.²⁹

Los múltiplos de referencia pueden provenir de una empresa comparable específica, del promedio de varias empresas similares o, en algunos casos, del promedio del sector en su conjunto. La selección del múltiplo adecuado y de la muestra de referencia dependerá de las particularidades de cada caso, considerando factores como la estructura de la industria, el tamaño de las empresas y la disponibilidad de información financiera relevante

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 mercado y el beneficio por acción.³⁰

En bolsa, es muy habitual escuchar que, cuando una empresa está cotizando a un PER por debajo del PER de las empresas comparables de su mismo sector, existe un margen de crecimiento para la acción o una oportunidad para una operación corporativa. En los mercados bursátiles, es común escuchar que, cuando una empresa cotiza con un PER inferior al de sus competidores dentro del mismo sector, podría existir un potencial de revalorización para sus acciones y una oportunidad atractiva para una potencial adquisición.³¹ Ello se debe a que esta situación puede interpretarse como una señal de

²⁸ Rojo Ramírez, et. al. “Valoración por múltiplos”, *Documentos AECA*, Serie Valoración y Financiación de Empresas, Documento nº 15, Madrid, 2019, p. 11.

²⁹ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 459.

³⁰ Valls Martínez, M. C., *op. cit.*, p. 61.

³¹ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 459.

infravaloración, lo que podría atraer tanto a inversores en busca de rendimientos como a otras empresas interesadas en una posible operación corporativa, especialmente si existen sinergias estratégicas que justifiquen la inversión.

Tabla 2: Estimación del *equity value* a partir del PER

Empresa	Múltiplo PER	Beneficio neto (M€)	<i>Equity value</i> (M€)
Grupo de empresas comparables	3.0	100	300
Empresa objeto de valoración	3.0 (estimado)	200	600

Fuente: Elaboración propia

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

El múltiplo *Enterprise Value to EBITDA*³² (EV/EBITDA) es otro de los más utilizados, especialmente como método de valoración de empresas no cotizadas. Se calcula como la relación entre el valor de la empresa (*Enterprise Value*) y su resultado operativo o *EBITDA*.

Este múltiplo es especialmente atractivo porque permite comparar empresas eliminando el impacto de las diferencias en sus estructuras financieras y fiscales. De este modo, ofrece una visión más neutral y objetiva de su desempeño operativo, al excluir factores que pueden distorsionar los resultados, como el nivel de endeudamiento de la empresa o la presión fiscal.³³

Tabla 3: Estimación del *enterprise value* a partir del EV/EBITDA

Empresa	Múltiplo EV/EBITDA	EBITDA (M€)	<i>Enterprise value</i> (M€)
Grupo de empresas comparables	15.0	8	120
Empresa objeto de valoración	15.0 (estimado)	10	150

Fuente: Elaboración propia

³² Acrónimo de *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*; es una métrica financiera que muestra el beneficio de una empresa antes de restar los intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

³³ Rojo Ramírez, et al., *op. cit.*, pp. 23-25.

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, una vez realizada la valoración a partir del método de descuento de flujos de caja, la comparación con múltiplos de empresas comparables permite calibrar los resultados obtenidos y detectar posibles discrepancias o inconsistencias.³⁴

Ahora bien, estos métodos relativos también 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.³⁵

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, así como de la selección del grupo de empresas de referencia (*peers set*) que realice el valorador en cada caso. En sectores con poca transparencia o con escasa información sobre empresas similares, su aplicabilidad puede ser limitada.

1. 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

³⁴ Fernández, P., “Utilidad y limitaciones de las valoraciones por múltiplos” en *Valoración de empresas y sensatez*, SSRN, Madrid, 2019, p. 1.

³⁵ Fernández, P., *op. cit.*, p. 1.

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 neto 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.³⁶ En otras palabras, representa el valor total de la empresa desde la perspectiva de todos sus inversores, tanto accionistas como acreedores (en argot del sector, *on a cash-free/debt-free basis*).³⁷

Desde la perspectiva de los métodos de valoración, el método de descuento de flujos de caja (DCF), cuando se calcula utilizando los flujos de caja libres de la empresa y se descuenta al coste promedio ponderado de capital (WACC), proporciona un resultado que equivale al *enterprise value*. Esto se debe a que, como se adelantó previamente, 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 o patrimonio neto 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.³⁸

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* al sólo considerar los beneficios después de impuestos tras los correspondientes pagos a los acreedores.

Figura 2: Relación entre *equity value* y *enterprise value* (brige to equity)

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

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

³⁶ Titman, S. & Martin, J. D., *op. cit.*, p. 287.

³⁷ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 460.

³⁸ Titman, S. y Martin, J. D., *op. cit.*, p. 287.

En resumen, si el método de valoración aplicado determina el *enterprise value* de la empresa objeto de compraventa, el precio final de las acciones que se reflejará en el contrato deberá ajustarse en función de la deuda neta del negocio, asegurando así una valoración coherente con la estructura financiera de la empresa.³⁹ En otras palabras, desde una perspectiva estrictamente valorativa, la deuda neta puede considerarse como la parte del valor de la empresa que corresponde a terceros que han financiado su actividad (acreedores). En consecuencia, cuanto mayor sea tal contribución externa, menor será la porción del valor total que pertenece al vendedor como propietario del negocio, y, por lo tanto, menor deberá ser el precio que el comprador pague por la adquisición.⁴⁰

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 autonomía de la voluntad desempeñe un papel central en la configuración de este tipo de acuerdos.⁴¹

Dentro del contrato de compraventa de empresas, las cláusulas relativas al precio constituyen su eje fundamental.⁴² A menudo, presentan un alto grado de complejidad como consecuencia de diversos factores derivados de 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.⁴³

³⁹ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 461.

⁴⁰ *Ibid.*, p. 451.

⁴¹ Marcos, F., “Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014”, *IE Law School, Working Paper AJ8-228*, Madrid, 2015, p. 11.

⁴² *Ibid.*, p. 21.

⁴³ *Ibid.*, p. 21.

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

El contrato de compraventa de empresa, pese a su complejidad, se enmarca dentro de la categoría de contratos típicos regulados en el Código Civil español. En este sentido, le son aplicables las disposiciones generales sobre la compraventa contenidas en los artículos 1445 a 1449 del Código Civil, sin perjuicio de la posibilidad de que la autonomía de la voluntad de las partes flexibilice su regulación contractual.⁴⁴

No obstante, dicha flexibilidad debe respetar los límites establecidos legalmente y las restricciones objetivas y subjetivas del contrato de compraventa, tales como la exigencia de un precio determinado o determinable y la prohibición de su fijación unilateral por una de las partes.⁴⁵ Asimismo, en caso de desacuerdo sobre el precio, se prevé la posibilidad de su fijación por un tercero independiente, garantizando así la seguridad jurídica y el equilibrio entre comprador y vendedor.

1.1. La exigencia de precio cierto

De acuerdo con el artículo 1445 del Código Civil, “*la compraventa es un contrato por el cual uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar un precio cierto, en dinero o signo que lo represente*”. En este sentido, para que el contrato sea válido, el precio debe estar expresamente fijado en el contrato o, al menos, éste debe establecer de manera suficiente las reglas que permitan determinar el importe final.⁴⁶ En otras palabras, el contrato debe incluir especificaciones claras y detalladas para determinar el *quantum*, de manera que no se requiera un acuerdo posterior entre las partes, sino que la aplicación de los términos contractuales sea suficiente para su determinación.⁴⁷

⁴⁴ Albaladejo Campoy, M., “Aspectos jurídicos de los procesos de adquisición de empresas. Análisis jurisprudencial”, *UNED* (Tesis doctoral), 2022, p. 307.

⁴⁵ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 453.

⁴⁶ Redondo, C., “¿Cuáles son las limitaciones legales aplicables al ajuste de precio en los contratos de compraventa de empresas?”, *Araoz & Rueda*, 2019.

⁴⁷ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 453.

En esta línea, la jurisprudencia y la doctrina han admitido que, en el caso de la compraventa de empresas, el precio puede no ser una cantidad fija desde el inicio, sino que es perfectamente admisible su determinación a partir de variables económicas específicas (como la facturación futura, la rentabilidad esperada o el valor patrimonial neto de la sociedad), siempre que el propio contrato establezca criterios objetivos para calcular el precio final y definitivo.⁴⁸ Esto se materializa en algunos de los mecanismos de ajuste del precio que se analizarán con detalle más adelante.

1.2. La prohibición de determinación unilateral del precio

En segundo lugar, el artículo 1449 del Código Civil prohíbe expresamente que el precio quede al arbitrio de solo una de las partes, pues ello atentaría contra la seguridad jurídica y la equidad contractual. Así, el comprador no puede modificar unilateralmente el precio con base en su propia evaluación del negocio, ni el vendedor puede exigir un precio mayor sin justificación objetiva.

1.3. La fijación del precio por un tercero

Por último, cuando las partes no logran acordar un precio o su ajuste genera discrepancias, el artículo 1447 del Código Civil permite la designación de un tercero independiente para fijar el precio. Este tercero suele ser un auditor, una firma de valoración o un experto financiero con competencias reconocidas en el sector.

Este mecanismo es especialmente útil en compraventas de empresas donde la valoración puede ser compleja y estar sujeta a múltiples factores, como la evolución del mercado o cambios en la estructura patrimonial. Para garantizar la objetividad y evitar conflictos, los contratos suelen definir previamente el procedimiento para la designación del experto y los criterios de valoración que deberá aplicar.

De este modo, el experto actúa como una suerte de árbitro imparcial, emitiendo un dictamen de determinación en el que, en base a la equidad y las instrucciones establecidas por las partes en el contrato de compraventa, define el precio de la transacción conforme al encargo encomendado.⁴⁹

⁴⁸ *Ibid.*, p. 453.

⁴⁹ *Ibid.*, p. 454.

2. TIPOS DE CONTRAPRESTACIÓN

En las operaciones de M&A, la elección del tipo y estructura de la contraprestación desempeña un papel fundamental en la configuración de la transacción, influyendo no solo en la valoración financiera del acuerdo, sino también en la percepción y respuesta de los distintos actores involucrados, incluyendo accionistas, reguladores y mercados financieros. La forma de pago elegida puede afectar a la estabilidad financiera del adquirente, el nivel de riesgo asumido por las partes y la alineación de incentivos entre comprador y vendedor. Además, condiciona aspectos clave como la dilución del control accionario, la flexibilidad en la estructuración del acuerdo y la carga fiscal que puede derivarse de la operación.⁵⁰

En este sentido, la decisión entre pago en efectivo, pago en acciones, precio fijo y precio contingente responde a una combinación de factores estratégicos y financieros. Entre ellos, destacan la estructura de propiedad de las empresas involucradas, el entorno legal e institucional en el que operan, las condiciones del mercado y las restricciones de acceso a financiación del adquirente⁵¹. Mientras que en contextos de alta concentración accionarial los adquirentes suelen inclinarse por el pago en efectivo para evitar la dilución de control, en mercados con sólida protección a los inversores los vendedores pueden mostrarse más receptivos a recibir acciones como contraprestación, confiando en la estabilidad y transparencia del mercado financiero.

Asimismo, la estructura de pago afecta directamente a los mecanismos de ajuste de precio y la distribución de riesgos entre comprador y vendedor. En particular, el uso de precios contingentes permite mitigar los riesgos asociados a la incertidumbre sobre el rendimiento futuro de la empresa objetivo, mientras que un precio fijo proporciona estabilidad y certeza desde el inicio de la transacción, pero impide cualquier ajuste posterior en función del desempeño real del negocio.⁵²

Dada la relevancia de la estructura de pago para los posteriores mecanismos de ajuste de precio, en este apartado analizaremos los distintos métodos de pago posibles en

⁵⁰ Feito-Ruiz, I. y Menéndez-Requejo, S., “Mergers and acquisitions valuation: cash vs. stock payment”, *SSRN*, 2018, p. 2.

⁵¹ Faccio, M. y Masulis, R., “The choice of payment method in European mergers & acquisitions”, *Journal of Finance*, vol. 60, n. 3, 2004, p. 1350.

⁵² *Ibid.*, p. 1350.

transacciones de M&A, sus ventajas y desventajas, así como los motivos subyacentes que explican la elección de cada uno de ellos.

2.1. Pago en efectivo y pago en acciones

El pago en efectivo es una opción preferida cuando el adquirente dispone de suficiente liquidez o puede acceder a financiación sin incurrir en un endeudamiento excesivo. Una de sus principales ventajas es que reduce la incertidumbre para los accionistas del vendedor, quienes reciben un pago inmediato sin depender del desempeño futuro del adquirente.⁵³ Asimismo, este método evita la dilución del control accionario en la empresa adquirente, lo cual es particularmente importante en firmas cuyos accionistas mayoritarios buscan mantener su posición dominante.⁵⁴ En mercados con un marco legal sólido y una fuerte protección a los inversores, el pago en efectivo suele percibirse como una señal de confianza financiera y estabilidad por parte del adquirente, lo que puede contribuir a una mejor reacción del mercado ante la operación.⁵⁵

Sin embargo, el pago en efectivo también presenta algunas limitaciones. En primer lugar, puede requerir un alto nivel de endeudamiento si el adquirente no cuenta con suficiente liquidez, lo que incrementa su riesgo financiero y puede poner en riesgo su capacidad de inversión futura⁵⁶.

Por otro lado, el pago en acciones implica que el vendedor recibe títulos de la empresa adquirente en lugar de dinero en efectivo. Esta alternativa es común cuando el comprador busca conservar liquidez o cuando el vendedor desea seguir participando en la empresa resultante de la transacción. Entre una cuarta parte y la mitad de las operaciones que involucran empresas cotizadas utilizan alguna forma de contraprestación en acciones.⁵⁷ Una de sus principales ventajas es que permite al adquirente reducir su necesidad de financiamiento externo, lo que puede ser crucial en mercados con restricciones de crédito.⁵⁸ Además, este método facilita la alineación de intereses entre comprador y vendedor, dado que el vendedor sigue vinculado al negocio y tiene incentivos para contribuir a su éxito a largo plazo. De esta manera, en mercados donde

⁵³ Feito-Ruiz, I. y Menéndez-Requejo, S., *op. cit.*, p. 5.

⁵⁴ Faccio, M. y Masulis, R., *op. cit.*, p. 8.

⁵⁵ Feito-Ruiz, I. y Menéndez-Requejo, S., *op. cit.*, p. 28.

⁵⁶ Feito-Ruiz, I. y Menéndez-Requejo, S., *op. cit.*, p. 29.

⁵⁷ Harrison, C., *op. cit.* p. 67.

⁵⁸ Feito-Ruiz, I. y Menéndez-Requejo, S., *op. cit.*, p. 30.

los costes de emisión de acciones son bajos y existe una alta confianza en la empresa adquirente, el pago en acciones puede ser una opción atractiva.

No obstante, esta forma de pago también tiene sus desventajas. Una de las principales preocupaciones es que puede generar una dilución del control accionario del adquirente, especialmente cuando la transacción involucra la emisión de un volumen significativo de nuevas acciones.⁵⁹ Además, en mercados con altos niveles de asimetría de información, el pago en acciones tiende a ser percibido negativamente por los accionistas del comprador, ya que puede interpretarse como una señal de sobrevaloración de sus títulos. Esta percepción se basa en la idea de que los directivos de la empresa adquirente eligen esta forma de pago cuando consideran que sus acciones están sobrevaloradas en el mercado, aprovechando ineficiencias temporales en la valoración del capital.⁶⁰

En definitiva, la elección entre pago en efectivo y pago en acciones está determinada por múltiples factores, incluyendo la capacidad financiera del adquirente, la estructura accionarial de ambas empresas, el entorno legal y regulatorio y las expectativas del mercado. En muchos casos, las partes optan por una combinación de ambos métodos de pago para optimizar la estructura financiera del acuerdo y equilibrar los riesgos entre comprador y vendedor.

2.2. Precio fijo y precio contingente

Para cerrar el análisis de los distintos tipos de contraprestación e introducir el estudio sobre los mecanismos de ajuste del precio, es importante distinguir entre la fijación de un precio inmutable y la posibilidad de una contraprestación variable sujeta a condiciones futuras. Esta diferenciación se enmarca en la normativa del contrato de compraventa de empresa, conforme al artículo 1445 del Código Civil, que permite que el precio sea “determinable”.

El precio fijo establece una cuantía inmutable desde el inicio, aportando certeza y seguridad a ambas partes. Ello facilita la negociación y evita conflictos, pero su rigidez impide ajustes ante cambios en la situación económica de la empresa adquirida, lo que puede derivar en una sobrevaloración o infravaloración del activo.

⁵⁹ Feito-Ruiz, I. y Menéndez-Requejo, S., *op. cit.*, p. 33.

⁶⁰ Faccio, M. y Masulis, R., *op. cit.*, p. 5.

En contraste, el precio contingente introduce variabilidad en función del desempeño financiero o el cumplimiento de hitos estratégicos. Ampliamente utilizado en M&A, se estructura a través de acuerdos que contemplan diversas fórmulas de ajuste. Este mecanismo equilibra los intereses de comprador y vendedor, mitigando el riesgo de sobrepago y permitiendo que el vendedor reciba una mejor contraprestación si la empresa cumple los objetivos pactados.

Cuando la contraprestación se paga en acciones, como ocurre en la práctica en gran cantidad de ocasiones, las partes deben definir cómo manejar la fluctuación del precio entre la firma de la operación y el cierre. Por un lado, en la tasa de intercambio fija (*fixed exchange ratio*), el número de acciones se establece desde el inicio, por lo que el valor de la contraprestación varía con el precio de mercado. Esto limita la dilución accionarial para el comprador, pero si su acción se revaloriza, puede sentir que paga un precio excesivo. Esta modalidad es común en transacciones estratégicas dentro de un mismo sector o entre empresas de tamaño similar, donde los valores de ambas firmas suelen moverse en paralelo.⁶¹

Por su parte, en la estructura de precio fijo (*fixed price structure*), el valor total de la contraprestación se determina en el momento de la firma de la operación, pero la cantidad de acciones a emitir se ajusta según el precio de mercado en el cierre. Esto protege a los accionistas de la empresa adquirida contra caídas en el valor de las acciones del comprador, aunque también impide que se beneficien de eventuales subidas. Para el comprador, el riesgo es tener que emitir más acciones de lo previsto si su precio cae antes del cierre, lo que podría generar mayor dilución accionarial.⁶²

Para mitigar la volatilidad, existe la figura conocida como *collars*, por la cual se establecen límites de variabilidad en el valor de la contraprestación o en la cantidad de acciones a emitir. En una tasa de intercambio fija con *collar*, los accionistas de la empresa adquirida asumen las fluctuaciones dentro de un rango, pero si el precio cae más allá del límite inferior, la tasa de intercambio se ajusta. De manera similar, en una estructura de precio fijo con *collar*, el comprador asume la fluctuación del precio de sus acciones dentro del rango permitido, pero si éste cae más allá del umbral, la cantidad de acciones emitidas se ajusta para compensar.⁶³

⁶¹ Harrison, C., *op. cit.*, p. 69.

⁶² *Ibid.*, p. 69.

⁶³ *Ibid.*, p. 70.

En definitiva, la elección entre una estructura de tasa de intercambio fija, precio fijo o el uso de *collars* dependerá de la tolerancia al riesgo de las partes, la volatilidad del mercado y la estrategia de la transacción.

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

Tras una primera parte dedicada a una necesaria aproximación al precio como elemento esencial del contrato de compraventa y su particular relevancia en las operaciones de M&A, en este apartado se profundiza en los mecanismos contractuales diseñados para ajustar el precio de la transacción. Estos instrumentos resultan fundamentales en la práctica mercantil, ya que permiten mitigar los riesgos asociados a la incertidumbre económica y contable en la valoración de la empresa adquirida.

En el contexto de las operaciones de compraventa de empresas, el precio inicialmente acordado entre las partes puede requerir ajustes posteriores en función de información que se revele tras la fecha de cierre de la operación. Dichos ajustes tienen como objetivo equilibrar la posición de comprador y vendedor, evitando que cualquiera de las partes soporte en exclusiva las consecuencias de desviaciones en la valoración del negocio derivadas de eventos o circunstancias no plenamente conocidas o determinadas al momento de la firma del contrato.⁶⁴

Gran parte de estos mecanismos provienen de la práctica anglosajona, donde se conocen como *Purchase Price Adjustments* (PPAs). Según datos de la *American Bar Association*, en el año 2023 el 92% de las transacciones de M&A sobre empresas privadas en Estados Unidos incluyeron algún tipo de mecanismo de ajuste en el precio de compra.⁶⁵ Entre estos mecanismos destacan las cuentas de cierre (*closing accounts*), el sistema de caja cerrada (*locked box*) y las cláusulas contingentes de precio (como los *earn-outs* y *clawbacks*), cada uno de los cuales presenta ventajas e inconvenientes en función de la estructura y necesidades de la transacción.

Así pues, a continuación, se exponen los rasgos principales de cada uno de estos mecanismos, su fundamento jurídico y económico, los motivos que justifican su inclusión

⁶⁴ García de Enterría, J., *op. cit.*, pp. 70.

⁶⁵ Avery, D., “2023 Trends in Private Target M&A: Purchase Price Adjustments”, *Bloomberg Law*, 2024.

en los contratos de compraventa de empresa, así como sus implicaciones prácticas para las partes involucradas en la operación.

1. CUENTAS DE CIERRE (*CLOSING ACCOUNTS MECHANISM*)

1.1. Concepto y fundamento

El mecanismo de cuentas de cierre o *Closing Accounts Mechanism* (en adelante CAM, por sus siglas en inglés) ha sido tradicionalmente el sistema de ajuste de precio por defecto en las transacciones de M&A a nivel global.⁶⁶ Su funcionamiento se basa en la existencia de dos momentos clave en el ciclo de vida de la transacción: la fecha de firma, en la que se suscribe el contrato de compraventa o *Sales and Purchase Agreement* (en adelante SPA, por sus siglas en inglés); y la fecha de cierre de la operación o *closing date*.

Según este mecanismo, las partes acuerdan inicialmente un valor de empresa (*enterprise value*) en la fecha de firma del SPA, determinado mediante una metodología de valoración consensuada y basado principalmente en la información financiera disponible en ese momento, teniendo en cuenta los resultados del proceso de *due diligence* legal, financiera y técnica.⁶⁷

No obstante, dado que la empresa *target* sigue operando hasta el cierre de la transacción y su situación financiera varía constantemente, el valor definitivo a pagar (esto es, el valor patrimonial o *equity value*) no queda fijado en el momento de la firma del contrato, sino que se ajusta posteriormente en función de la información financiera real disponible tras el cierre de la transacción. Por esta razón, el comprador paga al vendedor un precio estimado basado en las proyecciones de deuda neta y capital de trabajo previstas para la fecha de cierre. Este pago preliminar suele calcularse considerando los estados financieros disponibles en una fecha anterior al cierre, combinados con una estimación de buena fe realizada por el vendedor, quien mantiene el control sobre las cuentas de la empresa hasta el cierre. Para proteger al comprador, estas estimaciones suelen estar respaldadas por declaraciones y garantías sobre la veracidad de las cuentas.⁶⁸

⁶⁶ Yi, A., Mazur, A. y Batra, S., “To lock or not to lock? An introduction to the locked box closing mechanism”, *PwC*, 2021, p. 3.

⁶⁷ Tsao, A., “Pricing mechanisms in mergers and acquisitions: thinking inside the box”, *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 18, n. 3, 2016, p. 1235.

⁶⁸ Dozcan, O. y Kalebek, E., “Consideration clause in Mergers and Acquisitions: Closing Accounts Vs Locked Box”, *Kılınc Law & Consulting*, 2024.

Una vez completado el cierre, se lleva a cabo una revisión retrospectiva de la situación financiera de la empresa para determinar las cuentas de cierre (*closing accounts*). Esto permite calcular el precio final de la transacción, ajustado conforme a la deuda neta y el capital de trabajo reales en la fecha de cierre. Este proceso de ajuste post-cierre se lleva a cabo conforme a los principios contables y metodologías definidas en el SPA, a partir de los estados financieros de la empresa adquirida elaborados tras la fecha de cierre. Como consecuencia, el precio final de la operación puede tardar meses, e incluso años, en determinarse completamente. Durante este periodo, el comprador ya ha asumido el control y los riesgos económicos del negocio, lo que implica que cualquier desviación en la valoración inicial puede tener un impacto significativo en la cuantía final del pago al vendedor.⁶⁹

1.2. Principales magnitudes de ajuste: deuda neta y capital de trabajo

En la mayoría de las transacciones de M&A, la empresa *target* se adquiere sobre una base libre de caja y deuda (*cash-free, debt-free*). Ello implica que el vendedor retiene la caja de la empresa y debe saldar cualquier deuda antes del cierre de la operación. En otras palabras, en una transacción típica, el precio de compra no incluye la caja y el comprador no asume ninguna deuda.⁷⁰

En este contexto, los elementos empleados para llevar a cabo el ajuste están estrechamente vinculados al método de valoración utilizado. Si dicho método ha determinado el *enterprise value* del negocio, el ajuste consistirá en calcular la deuda neta en el momento del cierre con el fin de establecer el *equity value* que el comprador deberá pagar al vendedor. No obstante, en estos casos, existe el riesgo de que el importe de la deuda financiera neta de la compañía en la fecha de cierre no refleje con exactitud la situación económica real del objeto del contrato.⁷¹

Como solución a este riesgo que se plantea, es muy habitual el pacto de un ajuste adicional ligado al capital de trabajo o *working capital*. De hecho, el capital de trabajo es la métrica de ajuste del precio de compra más común, presente en el 89% de las transacciones analizadas en el estudio de la *American Bar Association* de 2023.⁷² Este concepto contable puede definirse como la diferencia entre los activos corrientes

⁶⁹ Frohm, M., “Five considerations of completion accounts vs. locked box mechanisms”, *EY Law*, 2022.

⁷⁰ Orosz, J., “Net Working Capital (NWC) for M&A – A Complete Guide”, *Morgan & Westfield*.

⁷¹ Ravina Martín, P., *op. cit.*, pp. 462-463.

⁷² Avery, D., *op. cit.*

(efectivo, cuentas por cobrar, inventarios, gastos pagados por adelantado y inversiones a corto plazo) y los pasivos corrientes (cuentas por pagar a proveedores, deudas a corto plazo, obligaciones fiscales, salarios por pagar y gastos acumulados no pagados) dentro de un periodo máximo de un año.

En el contexto de las transacciones de M&A, el concepto de capital de trabajo neto (*Net Working Capital*, en adelante NWC), que excluye la caja y la deuda, es ampliamente utilizado para medir la liquidez operativa del negocio. Su cálculo es fundamental para garantizar que la empresa adquirida pueda continuar operando sin requerir inyecciones adicionales de efectivo por parte del comprador.

Dado que la empresa *target* sigue operando hasta la fecha de cierre, su capital de trabajo varía constantemente. Por ello, es necesario que las partes acuerden un nivel objetivo de capital de trabajo a fecha de cierre (*target working capital*), definido en función de promedios históricos, referencias del sector y previsiones financieras. Una vez completada la transacción, se compara el NWC real con el nivel objetivo pactado. Si el capital de trabajo neto real es inferior al objetivo, el precio de compra se reduce, ya que el comprador recibiría una empresa con menos recursos de los esperados. Por el contrario, si el capital de trabajo es superior al nivel acordado, el vendedor recibe un pago adicional para reflejar el mayor nivel de liquidez disponible en la empresa.⁷³

A modo de ejemplo, si el 1 de enero se valora una transacción en \$10,000,000 cuando la empresa objetivo tiene un inventario valorado en \$100,000, y si al cierre de la operación el inventario ha aumentado a \$500,000, manteniéndose constantes las demás métricas financieras, el vendedor esperará recibir un pago adicional, generalmente dólar por dólar, por los \$400,000 de valor añadido.

Por el contrario, si al cierre de la transacción el inventario de la empresa objetivo se valora en \$50,000, el comprador esperará una reducción de \$50,000 en el precio de compra, reflejando la disminución del valor del inventario. Dado que las cláusulas de ajuste del precio de compra tienen como objetivo equilibrar la transacción entre las partes, estas disposiciones no suelen percibirse como beneficiosas o perjudiciales para ninguna de ellas. En cambio, se consideran mecanismos neutrales que garantizan una transacción justa y equitativa.⁷⁴

⁷³ Orosz, J., *op. cit.*

⁷⁴ Avery, D., *op. cit.*

1.3. Proceso de determinación del precio final y resolución de disputas

Una vez completada la transacción, es el comprador quien suele ser responsable de elaborar las cuentas de cierre (*completion accounts*), en la medida en que es quien a partir de ese momento tiene acceso directo a la contabilidad del negocio. De este modo, se mitiga en cierta medida la asimetría informativa inherente a una operación de M&A, que generalmente favorece al vendedor.⁷⁵

El vendedor revisará las cuentas de cierre preparadas por el comprador y, según el caso, aceptará las cifras propuestas o decidirá impugnarlas. Si comprador y vendedor coinciden en el ajuste a realizar, el proceso culminará con la liquidación del mismo. Si, por el contrario, el vendedor objeta la propuesta del comprador, es frecuente que estén previstos contractualmente diversos mecanismos de resolución de disputas como la negociación directa, la mediación o el arbitraje; así como la intervención de auditores independientes para evaluar los estados financieros.⁷⁶

Según lo expuesto anteriormente, el sistema de ajuste post-cierre introduce un cierto grado de incertidumbre en la determinación del precio final, pero también permite reflejar con mayor precisión la situación financiera real de la empresa adquirida. No obstante, su aplicación efectiva depende de una definición clara de las reglas contables en el SPA y de la disponibilidad de información financiera confiable tras el cierre.

En consecuencia, para reducir el riesgo de disputas, es fundamental que el SPA defina con precisión qué partidas se considerarán en el cálculo del capital de trabajo, cómo se establecerá el nivel objetivo y cuál será el mecanismo de ajuste del precio. En este contexto, el debate sobre la definición del *working capital* suele centrarse en la gestión de los clientes morosos, particularmente en determinar a partir de qué momento dejan de considerarse parte del capital circulante por su condición de incobrables, así como en el tratamiento de los activos y pasivos fiscales diferidos.⁷⁷ Para reducir el riesgo de disputas, es cada vez más común incluir en el contrato de compraventa un anexo que contenga la información financiera más reciente de la sociedad y en el que se destaquen las partidas contables que deberán considerarse como referencia para el ajuste (ejercicio comúnmente conocido como *mapping*).⁷⁸

⁷⁵ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 467.

⁷⁶ Frohm, M., *op. cit.*

⁷⁷ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 470.

⁷⁸ *Ibid.*, p. 470.

Además, en muchos sectores empresariales surge una dificultad adicional, ya que el capital de trabajo de la empresa objetivo puede experimentar fluctuaciones estacionales u otras variaciones. Como resultado, la selección de una fecha específica para calcular el capital de trabajo de referencia puede no ser la opción más adecuada. Para abordar este problema, las partes pueden optar por determinar un nivel de capital de trabajo “representativo”, calculado como un promedio dentro de un período de tiempo acordado, con el fin de reflejar de manera más precisa las variaciones estacionales o cíclicas del negocio.⁷⁹

Una de las preocupaciones que las partes suelen abordar contractualmente al establecer el CAM es la garantía del cumplimiento de las obligaciones derivadas del ajuste. A fin de asegurarse de que el vendedor reembolsará parte del precio recibido en caso de un ajuste negativo o que el comprador abonará el importe adicional correspondiente si el ajuste es positivo, es común incluir en el contrato mecanismos como cuentas bancarias bloqueadas (*escrow*) o garantías bancarias, que ofrecen una mayor seguridad en la ejecución de estos pagos.⁸⁰

2. CAJA CERRADA (*LOCKED BOX MECHANISM*)

2.1. Concepto y fundamento

La progresiva generalización del mecanismo de caja cerrada o *Locked Box Mechanism* (en adelante LBM, por sus siglas en inglés) en la práctica mercantil es consecuencia de la complejidad inherente al proceso de negociación de los términos de un contrato de compraventa y la resolución de las discrepancias que surgen en la determinación del precio final si las partes acuerdan un ajuste posterior al cierre de la transacción.⁸¹

Este mecanismo ha ganado gran popularidad en la mayoría de las jurisdicciones y es ampliamente utilizado en el Reino Unido en la actualidad. Sin embargo, su aplicación es menos frecuente en Estados Unidos, donde aún a día de hoy predomina el mecanismo de *closing accounts* (CAM) como método de ajuste del precio de compra.⁸²

⁷⁹ Avery, D., *op. cit.*

⁸⁰ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 465.

⁸¹ *Ibid.*, p. 473.

⁸² Tsao, A., *op.cit.*, p. 1234.

El LBM se basa en la fijación de un precio de compra inamovible desde una fecha de referencia específica, conocida como *locked box date*. A partir de ese momento, cualquier variación en la situación financiera de la empresa no afectará el precio acordado, salvo que se produzcan extracciones de valor no permitidas (*leakages*). De esta manera, el LBM ofrece una mayor certeza sobre el precio final, eliminando la necesidad de ajustes post-cierre, como ocurre en el sistema de *closing accounts*.⁸³

Así pues, existen dos fechas clave en la transacción. La primera es el *locked box date*, que generalmente coincide con la firma del contrato de compraventa o SPA, momento en el que las partes acuerdan el precio de compra con base en un balance financiero de referencia. Este balance, que refleja la situación financiera de la empresa en ese momento, suele extraerse de los últimos estados financieros disponibles. Si la fecha de la operación es cercana al cierre del ejercicio fiscal, se emplean las cuentas anuales auditadas; en caso contrario, el vendedor debe preparar estados financieros específicos (*management accounts*), lo que requiere un proceso de *due diligence* riguroso para garantizar la fiabilidad de la información.⁸⁴ La segunda fecha clave es el *closing date*, en la que se completa la transferencia de la empresa y el comprador paga el precio pactado. Durante el período intermedio entre ambas fechas, denominado *interim period*, el vendedor asume la responsabilidad de mantener la empresa en condiciones normales de operación, asegurando que no se realicen actividades que alteren su valor sin el consentimiento del comprador. Para evitar la posible erosión del valor de la empresa durante este período, el SPA suele incluir cláusulas de garantías y obligaciones (*warranties and covenants*) que regulan la gestión del negocio y restringen ciertas acciones que podrían afectar el precio de la transacción.⁸⁵

En consecuencia, a diferencia del CAM, en el que el vendedor conserva los riesgos y beneficios de la empresa hasta la fecha de cierre, en el LBM el comprador asume el impacto financiero de la empresa desde el *locked box date*. Ello implica que, si la empresa genera ganancias durante el *interim period*, estas benefician al comprador, mientras que, si incurre en pérdidas, este también deberá asumirlas. En este sentido, puede afirmarse

⁸³ Ferrero Álvarez-Cedrón, G. y Mussio González, A. “El ajuste de precio en un contrato de transferencia de acciones”, *Themis Revista de Derecho*, vol. 84, 2023, p. 205.

⁸⁴ Palomar Pérez, L., “El precio y el mecanismo ‘locked box’ en operaciones de M&A”, *Cinco Días*, 25 de noviembre de 2019.

⁸⁵ Lellos., S. A. y Brocki, L., “The locked box mechanism in private M&A transactions: a streamlined approach”, *Rivkin Radler*, 2024.

que el principal cambio de paradigma que introduce el LBM en relación con el CAM es la separación entre la fecha de transmisión legal y la efectiva transferencia económica.⁸⁶

No obstante, como se detallará más adelante, para compensar al vendedor por la cesión de los beneficios generados entre ambas fechas es habitual el pacto de una remuneración adicional, ya sea mediante el pago de intereses sobre el precio de compra o mediante un ajuste basado en el *cash flow* generado durante el *interim period*.⁸⁷

2.2. El periodo interino desde el *locked box date* hasta la fecha de cierre

El *interim period* es el período comprendido entre la fecha de referencia (*locked box date*) y la fecha de cierre (*closing date*), durante el cual la empresa sigue operando bajo la gestión del vendedor, pero con el compromiso de mantener su actividad en condiciones normales sin alterar su valor patrimonial. Este período es fundamental en el LBM, ya que desde el *locked box date* el comprador asume el riesgo y beneficio económico del negocio, sin posibilidad de ajustes posteriores en el precio de compra.

En consecuencia, durante este periodo, es crucial que la empresa continúe operando con normalidad y que no se produzcan extracciones de valor, conocidas como *leakages*, que puedan perjudicar al comprador. Para garantizar esto, el contrato de compraventa establece cláusulas de garantías y obligaciones (*warranties and covenants*), cuyo objetivo es proteger al comprador de una posible erosión del valor de la empresa. Estas cláusulas regulan, entre otros aspectos, la gestión de los recursos financieros, la distribución de beneficios y cualquier pago a entidades relacionadas que no se realice en el curso ordinario del negocio. Asimismo, suelen incluir restricciones para evitar la concesión de bonos extraordinarios a ejecutivos, el pago de honorarios excesivos a asesores o la disposición de activos por debajo de su valor de mercado, prácticas que podrían reducir el valor real de la empresa antes del cierre de la transacción.⁸⁸

2.3.1. Extracciones de valor (*leakages*)

Como se ha adelantado, uno de los aspectos centrales del LBM es la importancia de la más precisa y correcta previsión contractual de las fugas de valor que puedan alterar excepcionalmente el precio de la transacción. En este sentido, los *leakages* representan

⁸⁶ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 474.

⁸⁷ Palomar Pérez, L., *op. cit.*

⁸⁸ Lellos., S, A. y Brocki, L., *op. cit.*

cualquier transferencia de valor en beneficio del vendedor o de terceros relacionados, que no haya sido previamente acordada con el comprador.⁸⁹ Se dividen en dos categorías:

a) *Leakages permitidos*

Los *leakages* permitidos o *unpermitted leakages* son aquellos pagos o transferencias que, pese a representar una extracción de valor, han sido expresamente aceptados por las partes y reflejados en el contrato. Esta categoría suele incluir:

- Salarios y remuneraciones establecidas en contratos laborales o de prestación de servicios.
- Compromisos de pago asumidos en el curso ordinario del negocio.
- Dividendos declarados y distribuidos antes del *locked box date* con consentimiento del comprador.

Es fundamental que los *leakages* permitidos acordados entre las partes sean identificados de manera clara y cuantificada en el contrato, evitando posibles disputas post-cierre.⁹⁰

b) *Leakages prohibidos*

Por su parte, los *leakages* prohibidos o *unpermitted leakages* son aquellos pagos no autorizados que afectan el valor de la empresa en perjuicio del comprador. Por lo general, se trata de transferencias de valor entre el negocio objeto de la compraventa y el vendedor o su grupo, siendo la razón fundamental de su prohibición evitar que el comprador termine pagando dos veces por los mismos activos o recursos.⁹¹ En consecuencia, su efecto contractual consiste en otorgar al comprador el derecho a descontar el importe correspondiente del precio de compra acordado.⁹² Algunos ejemplos comunes incluyen⁹³:

- Distribución de dividendos, recompras de acciones o reducciones de capital.
- Honorarios bajo contratos de gestión (*management fees*).
- Transferencia de activos de la empresa a un precio inferior al de mercado.
- Pagos a entidades vinculadas que no se realicen en el curso ordinario de los negocios.

⁸⁹ Yi, A., Mazur, A. y Batra, S., *op. cit.*, p. 6.

⁹⁰ Palomar Pérez, L., *op. cit.*

⁹¹ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 476.

⁹² Ferrero Álvarez-Cedrón, G. y Mussio González, A. *op. cit.*, p. 205.

⁹³ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 476.

- Condonación de deudas a favor del vendedor o entidades vinculadas.
- Bonificaciones excepcionales para directivos que se activan como consecuencia de la propia operación de compraventa (*ratchet*).

2.2.2. *Atribución de resultados del negocio*

Uno de los aspectos más sensibles y frecuentemente debatidos del LBM es la atribución de los resultados financieros generados por la empresa durante el *interim period*. Dado que, conforme a este mecanismo, el comprador asume el riesgo y beneficio del negocio desde el *locked box date*, pueden surgir tensiones entre las partes respecto a la compensación que el vendedor debe recibir por los beneficios generados en ese período.

Desde la perspectiva del comprador, la transferencia del riesgo económico desde el *locked box date* justifica que cualquier ganancia obtenida por la empresa entre esa fecha y el cierre de la transacción le pertenezca. No obstante, desde la óptica del vendedor, existe un coste de oportunidad, ya que sigue operando la empresa en beneficio del comprador sin recibir aún el pago acordado. Este desfase entre la asunción del riesgo y la recepción del precio de compra da lugar con cierta frecuencia a una compensación económica para el vendedor.⁹⁴

Para equilibrar esta situación, las partes suelen pactar una compensación al vendedor a través de dos mecanismos principales que en conjunto suelen recibir el nombre de *ticking fee*. El primero es el pago de intereses sobre el precio de compra, es decir, un cargo financiero sobre el *equity value* para el período comprendido entre el *locked box date* y el *closing date*. Este interés refleja el coste de oportunidad del vendedor por no recibir el pago en el momento en que el comprador asume el beneficio económico del negocio. El segundo mecanismo consiste en un ajuste basado en los beneficios generados en el *interim period*, generalmente utilizando una métrica de referencia como una tasa de beneficio diario o un porcentaje del *free cash flow* generado en ese período.⁹⁵

En definitiva, este tipo de acuerdos permiten evitar que el vendedor se vea perjudicado por la transferencia anticipada del control económico de la empresa, garantizando que se

⁹⁴ Yi, A., Mazur, A. y Batra, S., *op. cit.*, p. 9.

⁹⁵ *Ibid.*, p. 9.

reconozca su derecho a una parte de los beneficios generados antes del cierre de la transacción.⁹⁶

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

Finalmente, como última categoría de mecanismos de ajuste analizadas en el presente trabajo, es necesario hacer referencia a las cláusulas contingentes del precio. Éstas permiten modificar el valor final de la operación en función del desempeño futuro de la empresa adquirida, lo que las hace especialmente útiles en casos donde existe una discrepancia significativa entre la valoración del comprador y la del vendedor respecto a la empresa objetivo. En lugar de fijar un precio definitivo en el momento del cierre, las partes pueden acordar que el precio de compra se ajuste conforme a métricas financieras o de desempeño previamente establecidas en el contrato.

Las dos principales cláusulas contingentes del precio son el *earn-out* y el *clawback*. Ambos mecanismos buscan equilibrar riesgos y expectativas entre las partes, alineando incentivos para garantizar el éxito de la transacción y una valoración más precisa del negocio. A continuación, se analiza en detalle cada uno de estos conceptos, destacando sus características y diferencias fundamentales.

3.1. *Earn-out*

3.1.1. *Concepto*

El *earn-out* es un mecanismo contractual diseñado para cerrar la brecha de valoración entre comprador y vendedor cuando sus percepciones sobre el valor de la *target* difieren significativamente. Este sistema permite diferir una parte del precio de compra y condicionarla al cumplimiento de ciertos hitos o métricas de desempeño posteriores al cierre de la transacción.⁹⁷

A través del *earn-out*, el comprador se compromete a realizar un pago adicional al vendedor si la empresa objetivo alcanza determinados resultados financieros o comerciales en un período de tiempo acordado.⁹⁸ Este mecanismo permite al comprador mitigar el riesgo de pagar un precio superior a lo que realmente vale la empresa, mientras que el vendedor tiene la oportunidad de beneficiarse de su crecimiento futuro si la empresa se desempeña según lo proyectado.

⁹⁶ Lellos., S, A. y Brocki, L., *op. cit.*

⁹⁷ Ferrero Álvarez-Cedrón, G. y Mussio González, A. *op. cit.*, p. 205.

⁹⁸ Tsao, A., *op.cit.*, p. 1251.

Los *earn-outs* son particularmente útiles en industrias donde el desempeño futuro de la empresa puede ser incierto o volátil. Son ampliamente utilizados en sectores como el farmacéutico o la gestión de activos, donde aproximadamente el 80% de las transacciones privadas incluyen esta cláusula.⁹⁹ Su aplicación también es frecuente en adquisiciones por parte de fondos de capital privado (*private equity*), ya que estos compradores pueden no tener la experiencia suficiente para gestionar la empresa adquirida y prefieren mantener al vendedor incentivado para optimizar su desempeño a corto plazo.¹⁰⁰

No obstante, los *earn-outs* deben estructurarse con especial cuidado, ya que comprador y vendedor pueden tener incentivos opuestos. Mientras que el vendedor desea que se cumplan los hitos acordados para recibir el pago adicional, el comprador puede verse tentado a gestionar la empresa de manera que impida alcanzar esos objetivos, evitando así realizar pagos adicionales. Para evitar conflictos, los contratos suelen incluir cláusulas de protección para el vendedor o *covenants*, como compromisos de gestión que impidan al comprador desviar ingresos de la empresa adquirida o alterar su estructura de costes de manera artificial.¹⁰¹

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

Para que un *earn-out* sea efectivo, es de suma importancia que se encuentre fundamentado en métricas objetivas que reflejen el desempeño real de la empresa post-cierre. Las métricas más comunes incluyen indicadores financieros como los ingresos, EBITDA y flujo de caja, aunque también pueden utilizarse hitos específicos relacionados con la obtención de licencias o el desarrollo de productos.¹⁰²

Los *earn-outs* basados en ingresos incentivan al vendedor a maximizar las ventas, pero pueden generar conflictos sobre los gastos operativos. En otras palabras, si el vendedor sigue involucrado en la gestión de la empresa, puede verse tentado a aumentar los costes de la compañía con el fin de impulsar las ventas, mientras que el interés del comprador puede versar sobre reducir los gastos para mejorar la rentabilidad. Para mitigar este tipo de conflictos, algunas transacciones utilizan métricas de EBITDA, que consideran tanto ingresos como gastos y alinean mejor los incentivos de ambas partes. En

⁹⁹ Harrison, C., *op. cit.* p. 78.

¹⁰⁰ Tsao, A., *op. cit.*, p. 1252.

¹⁰¹ *Ibid.*, p. 1253.

¹⁰² Harrison, C., *op. cit.* p. 80.

algunas industrias, en lugar de indicadores financieros, se establecen hitos específicos como el desarrollo de un nuevo producto o la obtención de aprobaciones regulatorias. Es importante que este tipo de *earn-outs* se basen en métricas verificables por terceros para evitar disputas futuras.¹⁰³

Dado que las partes tienen intereses divergentes, es común incluir compromisos contractuales que obliguen al comprador a operar la empresa de acuerdo con prácticas históricas durante el período del *earn-out* (Harrison, p. 81).¹⁰⁴

3.2. Clawback

3.2.1. Concepto

Por otro lado, el *clawback* es un mecanismo de ajuste de precio que funciona de manera inversa al *earn-out*. En este caso, las partes acuerdan un precio fijo basado en una valoración inicial, que se paga en el momento del cierre, pero que puede ser reducido posteriormente si la empresa no alcanza ciertos objetivos financieros o de desempeño. A diferencia del *earn-out*, donde el vendedor puede recibir pagos adicionales si la empresa supera ciertos hitos, el *clawback* permite al comprador recuperar parte del precio pagado si los resultados post-cierre no cumplen las expectativas.¹⁰⁵

En una estructura típica de *clawback*, el contrato establece métricas de desempeño que la empresa debe alcanzar en un período determinado. Si la empresa no cumple con estas condiciones, el vendedor está obligado a reembolsar una parte del precio de compra al comprador. Por ejemplo, si el contrato establece que el EBITDA de la empresa debe superar los \$3 millones en el primer año post-cierre y no se alcanza este umbral, el comprador puede recuperar una fracción proporcional del precio pagado.¹⁰⁶

El *clawback* es particularmente útil en situaciones donde el comprador asume un alto grado de incertidumbre sobre la estabilidad financiera de la empresa objetivo. Este mecanismo protege al comprador de sobrepagar por un negocio cuyo rendimiento futuro podría no justificar la valoración inicial.

En conclusión, las cláusulas de *earn-out* y *clawback* son herramientas esenciales en la estructuración de precios contingentes en transacciones de *M&A*. Ambas buscan

¹⁰³ *Ibid.*, p. 80.

¹⁰⁴ Harrison, C., *op. cit.* p. 81.

¹⁰⁵ Ferrero Álvarez-Cedrón, G. y Mussio González, A. *op. cit.*, p. 209.

¹⁰⁶ Bentivegna, M. y Agar, J., “Post M&A Disputes: Earn-Outs and Claw-Backs and the Avoidance of Uncertainty”, *EisnerAmper*, 2022.

reducir la brecha de valoración entre comprador y vendedor, equilibrando el riesgo asumido por ambos y asegurando que el precio final refleje de manera más precisa el valor real de la empresa tras la adquisición. Sin embargo, su implementación requiere una redacción contractual cuidadosa para evitar disputas y garantizar que las métricas de desempeño sean claras, verificables y objetivas.

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

En cualquier transacción de M&A, una de las decisiones más críticas es la elección del mecanismo de ajuste del precio de compra, ya que éste, en última instancia, determinará el valor final que el comprador deberá pagar por la empresa *target*. La idoneidad de cada mecanismo dependerá de diversos factores, como la complejidad de la transacción, la distribución del riesgo entre las partes, la industria en la que opera la empresa adquirida, etc.

En este contexto, el presente apartado ofrece un análisis comparativo de los principales mecanismos de ajuste del precio abordados previamente, evaluando sus ventajas, desventajas y la aplicabilidad de cada uno en distintos escenarios de negociación.

1. CUENTAS DE CIERRE (CLOSING ACCOUNTS MECHANISM)

1.1. Ventajas

Una de las principales ventajas del CAM es su capacidad para capturar con precisión los cambios en la valoración de la empresa entre la firma del contrato de compraventa y el cierre de la transacción. Este mecanismo resulta particularmente beneficioso para el comprador, ya que, al calcular el ajuste del precio una vez que ya tiene el control de la empresa y dispone de información financiera real, se minimiza el riesgo de sobrevaloración o infravaloración del negocio.¹⁰⁷

Otra ventaja del CAM es su flexibilidad y aplicabilidad a diversos tipos de transacciones. Puede utilizarse en adquisiciones estratégicas, operaciones de capital privado (*private equity*), compras de empresas en funcionamiento, startups, etc. Su

¹⁰⁷ Tsao, A., *op.cit.*, p. 1238.

estructura permite reflejar con mayor fidelidad la realidad financiera de la empresa objetivo en el momento del cierre, lo que resulta clave en transacciones complejas.¹⁰⁸

Asimismo, en caso de discrepancias entre las partes en la determinación del capital de trabajo o la deuda neta, el contrato puede prever la intervención de un tercero imparcial que resuelva la disputa y determine el ajuste correspondiente, asegurando así un mecanismo equitativo de resolución de controversias.¹⁰⁹

1.2. Desventajas

A pesar de sus ventajas, el CAM presenta ciertos inconvenientes que pueden hacer que su implementación sea compleja y costosa. Uno de sus principales desafíos es que el cálculo del precio final solo puede realizarse después del cierre de la transacción, lo que genera una situación de incertidumbre tanto para el comprador como para el vendedor hasta que se complete el proceso de ajuste. Esta incertidumbre se intensifica cuando la transacción involucra múltiples empresas o unidades de negocio en distintos países o cuando las partes han acordado que el ajuste debe realizarse sobre la base de estados financieros auditados. En estos casos, la consolidación y revisión financiera pueden prolongarse durante varios meses, dificultando la planificación financiera de ambas partes.¹¹⁰

Otro de los principales inconvenientes del CAM es la posibilidad de prolongadas negociaciones post-cierre entre comprador y vendedor en relación con la determinación del ajuste de precio. Estas disputas pueden derivar en costos adicionales por honorarios legales, contables y de asesoría, además de retrasar la estabilidad de la transacción. Las diferencias suelen centrarse en la aplicación de criterios contables, la inclusión o exclusión de ciertas partidas en el capital de trabajo y en la interpretación de las obligaciones financieras de la empresa.¹¹¹

El CAM también conlleva riesgos de posibles abusos o manipulaciones en el proceso de ajuste post-cierre. Dado que el comprador controla esta fase, podría intentar reducir el precio final mediante ajustes agresivos en los estados financieros. Por otro lado, el vendedor tiene una menor capacidad de intervención en la determinación del precio

¹⁰⁸ *Ibid.*, p. 1238.

¹⁰⁹ Ferrero Álvarez-Cedrón, G. y Mussio González, A. *op. cit.*, p. 209.

¹¹⁰ Theobald, H., “M&A Vocabulary – Experts explain: Closing Accounts, Locked Box Mechanism and Leakage”, *Rödl & Partner*, 2022.

¹¹¹ Tsao, A., *op.cit.*, p. 1239.

definitivo, lo que lo deja en una posición de desventaja en la negociación y aumenta el riesgo de ajustes que perjudiquen su posición económica.¹¹²

Finalmente, la implementación del CAM puede desviar la atención de la gestión empresarial y ralentizar la integración del negocio adquirido. La necesidad de realizar ajustes y resolver disputas contables post-cierre requiere una participación activa de los equipos financieros y de gestión, lo que puede afectar la operatividad y la estrategia de ambas compañías durante el período de ajuste.

2. CAJA CERRADA (LOCKED BOX MECHANISM)

2.1. Ventajas

El LBM ofrece múltiples beneficios para ambas partes contratantes, proporcionando mayor seguridad y eficiencia en la determinación del precio de compra.

Para el vendedor, la principal ventaja es la certeza del precio de compra, ya que este se fija en el momento de la firma del contrato y no está sujeto a ajustes posteriores, salvo en caso de *leakages* no permitidos. Ello otorga seguridad financiera y facilita la distribución inmediata de los fondos obtenidos por la venta, evitando la incertidumbre asociada a ajustes post-cierre.

Esta característica resulta particularmente atractiva en operaciones de *private equity*, donde los vendedores buscan una salida de la inversión “limpia” (*clean exit*), que les permita distribuir rápidamente el capital a sus inversores sin preocuparse por posibles ajustes posteriores o disputas sobre el precio final de la transacción.¹¹³

Asimismo, este método resulta especialmente eficaz cuando el objeto de la compraventa es un negocio con flujos de caja relativamente estables y predecibles. En estos casos, el comprador tiene menos preocupación respecto a la posibilidad de asumir el riesgo económico del negocio antes de obtener su control efectivo.¹¹⁴

Además, al evitar largas negociaciones post-cierre sobre la determinación del precio final, el LBM reduce los costes transaccionales asociados con auditorías, disputas contables y honorarios legales.

¹¹² Ferrero Álvarez-Cedron, G. y Mussio González, A. *op. cit.*, p. 209.

¹¹³ Tsao, A., *op.cit.*, p. 1241.

¹¹⁴ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 475.

Para el comprador, la principal ventaja del LBM radica en la simplificación del proceso de adquisición, ya que elimina la necesidad de realizar ajustes post-cierre y permite una integración más rápida del negocio adquirido. La ausencia de ajustes contables reduce significativamente el riesgo de disputas entre las partes, lo que puede acelerar la ejecución de la transacción y facilitar la planificación financiera del comprador.

Otro beneficio clave es que el comprador se beneficia del crecimiento de la empresa durante el *interim period*, ya que cualquier incremento en el valor del negocio desde la *locked box date* hasta el *closing date* le pertenece sin necesidad de realizar pagos adicionales.¹¹⁵

2.2. Desventajas

A pesar de sus ventajas, el LBM también presenta ciertos inconvenientes que deben considerarse con cautela antes de su implementación.

Uno de los principales riesgos de este mecanismo es que, por su propia naturaleza y como contrapartida de sus ventajas, no permite ajustes post-cierre, lo que puede resultar problemático si la empresa experimenta una disminución en su valor durante el *interim period*. Si el comprador paga un precio basado en un balance financiero histórico y la empresa se deprecia antes del cierre, no tendrá la posibilidad de reducir el precio de compra, salvo en el caso de una extracción de valor (*leakage*) no permitida. Esto puede ser especialmente perjudicial en mercados volátiles o en sectores donde las condiciones del negocio pueden cambiar rápidamente, exponiendo al comprador a un riesgo financiero significativo.¹¹⁶

Para mitigar este riesgo, el comprador debe realizar un *due diligence* exhaustivo y asegurarse de que la información financiera utilizada para determinar el precio sea precisa. Sin embargo, si el balance de referencia no refleja fielmente la realidad financiera de la empresa o si existen irregularidades contables, el comprador podría terminar pagando un precio superior al valor real del negocio, asumiendo así un cierto riesgo de sobrepago.¹¹⁷

¹¹⁵ Tsao, A., *op.cit.*, p. 1240.

¹¹⁶ Lellos, S, A. y Brocki, L., “The locked box mechanism in private M&A transactions: a streamlined approach”, *Rivkin Radler*, 2024.

¹¹⁷ Yi, A., Mazur, A. y Batra, S., *op. cit.*, p. 12.

En concreto, las operaciones de *carve-out*, en las que se escinde una unidad de negocio del vendedor para su desinversión, constituyen un tipo de transacción en la que el LBM debe analizarse con especial cautela. Esto se debe a que, en estos escenarios, la información contable histórica suele presentarse en forma de cuentas *proforma*, dado que el negocio objeto de la transacción no ha operado previamente como una entidad independiente.¹¹⁸ Como consecuencia, surge una cierta incertidumbre respecto a la precisión y fiabilidad de dicha información financiera, lo que puede influir en la determinación del precio y en la evaluación de los riesgos asociados a la operación.

Además, dado que el comprador asume el riesgo económico del negocio desde la *locked box date*, existe la posibilidad de que el vendedor pierda incentivos para maximizar el desempeño de la empresa durante el *interim period*, lo que podría afectar negativamente la rentabilidad del negocio adquirido. Si el vendedor no tiene un interés económico en la evolución de la empresa durante este período, podría descuidar su gestión, reducir inversiones estratégicas o incluso tomar decisiones que prioricen su beneficio inmediato en detrimento del comprador.

En definitiva, aunque el LBM proporciona certeza en la fijación del precio, su éxito depende en gran medida de una definición clara de las cláusulas de *leakage* en el contrato. Si no se establecen con precisión qué transacciones están permitidas y cuáles no, pueden surgir disputas sobre posibles extracciones de valor que afecten la empresa antes del cierre, lo que podría generar conflictos entre las partes y costes adicionales en asesoría y auditoría.

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

3.1. Ventajas

Como se puso de manifiesto previamente, las cláusulas contingentes del precio resultan particularmente útiles cuando el comprador y el vendedor tienen discrepancias sobre la valoración de la empresa, ya que permiten diferir una parte del pago hasta que se verifique si la compañía cumple con ciertos objetivos previamente establecidos.

En esta línea, la principal ventaja de los *earn-outs* es que permiten al comprador diferir una parte del pago y condicionarlo al desempeño futuro de la empresa, reduciendo así su riesgo financiero. Esto es especialmente relevante en sectores donde la evolución

¹¹⁸ Ravina Martín, P., *op. cit.*, p. 475.

del negocio es incierta o cuando el comprador no está completamente seguro de las proyecciones del vendedor. Para el vendedor, los *earn-outs* representan una oportunidad de beneficiarse del crecimiento del negocio después de la transacción, ya que pueden recibir un pago adicional si se alcanzan los objetivos pactados. Además, este mecanismo incentiva la continuidad del vendedor en la gestión de la empresa, lo que puede facilitar la transición y garantizar una mayor estabilidad en el período post-cierre.¹¹⁹

En cuanto a los *clawbacks*, estas cláusulas brindan una protección adicional al comprador, permitiéndole recuperar parte del precio pagado si la empresa no cumple con las expectativas de desempeño establecidas en el contrato. De esta manera se reduce el riesgo de sobrepago, brindando una protección al comprador frente a posibles sobrevaloraciones o deterioros inesperados en la empresa adquirida. En industrias donde el desempeño financiero puede fluctuar significativamente, los *clawbacks* actúan como un mecanismo de seguridad que garantiza que el comprador no pague un precio excesivo por un negocio cuyo valor real resulta ser inferior al estimado.¹²⁰

3.2. Desventajas

A pesar de sus ventajas, los *earn-outs* pueden generar conflictos post-cierre, ya que los intereses del comprador y del vendedor pueden divergir significativamente. Mientras que el vendedor buscará maximizar los indicadores de desempeño para garantizar el pago adicional, el comprador podría gestionar la empresa de manera que limite la posibilidad de cumplir con los objetivos pactados, reduciendo así la obligación de pagar el *earn-out*. Esto puede dar lugar a disputas y dificultades en la relación entre las partes, lo que a su vez puede derivar en litigios prolongados y costes adicionales.¹²¹

Asimismo, la negociación y ejecución de los *earn-outs* pueden ser complejas y prolongar el proceso de adquisición. Las partes deben definir con precisión las métricas de desempeño que determinarán los pagos adicionales, lo que puede requerir un análisis detallado de las finanzas de la empresa y la inclusión de cláusulas de protección para evitar posibles manipulaciones por parte del comprador o del vendedor. Además, el período durante el cual se evalúan los resultados de la empresa puede extenderse durante

¹¹⁹ Vocke, M., y Lochmann, A., “Navigating earn-outs: bridging valuation gaps in M&A transactions”, *Osborne Clarke*, 2024, p. 2.

¹²⁰ Ferrero Álvarez-Cedrón, G. y Mussio González, A. *op. cit.*, p. 210.

¹²¹ Vocke, M., y Lochmann, A., *op. cit.*, p. 2.

varios años, lo que genera incertidumbre sobre el valor final de la transacción y dificulta la planificación financiera de ambas partes.

De manera similar, en el caso de los *clawbacks*, su aplicación puede ser controvertida y generar tensiones entre las partes. Para el vendedor, el riesgo de que el comprador reclame la devolución de parte del precio pagado puede generar incertidumbre financiera. Además, si no se establece un mecanismo claro para la recuperación del importe ajustado, el comprador podría enfrentar dificultades para ejecutar el *clawback*, especialmente si el vendedor ya ha dispuesto de los fondos recibidos.¹²²

Finalmente, tanto los *earn-outs* como los *clawbacks* requieren una supervisión continua del desempeño de la empresa post-cierre, lo que implica costes adicionales en auditoría y monitoreo financiero. Ello puede afectar a la autonomía del comprador en la gestión del negocio y generar fricciones con el vendedor si este aún tiene participación en la empresa adquirida.

VI. CONCLUSIONES

Tras el análisis que se ha llevado a cabo en el presente trabajo de los mecanismos de ajuste del precio en los contratos de compraventa de empresas, se pueden extraer las siguientes conclusiones fundamentales:

Primera. La fijación del precio de compra es un aspecto clave que influye significativamente en el éxito de las transacciones. La determinación del precio final conlleva desafíos ligados a la incertidumbre sobre la evolución de la situación financiera de la empresa objetivo entre la firma del contrato y el cierre de la transacción. Para mitigar estos riesgos, los contratos de compraventa incluyen mecanismos de ajuste del precio cuyo correcto diseño y aplicación resultan esenciales para evitar conflictos post-cierre y garantizar que el precio refleje de manera precisa el valor real del negocio.

Segunda. La influencia de la práctica anglosajona en la regulación contractual del M&A ha propiciado la incorporación de instituciones jurídicas como el *Closing Accounts Mechanism* (CAM) y el *Locked Box Mechanism* (LBM) en jurisdicciones de tradición continental. Este fenómeno ha generado una evolución conceptual en el Derecho de

¹²² Ferrero Álvarez-Cedrón, G. y Mussio González, A. *op. cit.*, p. 210.

contratos y ha impulsado la necesidad de adaptar estas herramientas a los marcos normativos nacionales.

Tercera. El CAM sigue siendo el mecanismo de ajuste de precio más utilizado a nivel global debido a su precisión en la determinación del precio final, ya que permite calcularlo con base en información financiera real disponible tras el cierre. Sin embargo, su aplicación puede generar incertidumbre y conflictos derivados de prolongadas negociaciones post-cierre, además de incrementar los costes transaccionales y desviar la atención de la gestión del negocio adquirido.

Cuarta. El LBM ha ganado popularidad en Europa, especialmente en el Reino Unido, debido a su capacidad para proporcionar certeza sobre el precio de compra y reducir la complejidad de la transacción. No obstante, este mecanismo traslada el riesgo económico al comprador desde la fecha de referencia, lo que puede generar desventajas en mercados volátiles. En Estados Unidos, su adopción ha sido más limitada debido a factores culturales y de estabilidad del mercado.

Quinta. Las cláusulas contingentes del precio, como los *earn-outs* y los *clawbacks*, representan alternativas valiosas para equilibrar el riesgo entre las partes cuando existe una brecha en la valoración del negocio. Sin embargo, su implementación puede generar conflictos post-cierre, ya que comprador y vendedor pueden tener incentivos divergentes en la gestión del negocio tras la adquisición.

Sexta. En última instancia, la selección del mecanismo de ajuste del precio adecuado depende de diversos factores, como la estructura de la transacción, la industria en la que opera la empresa objetivo y la tolerancia al riesgo de las partes. En mercados con alta volatilidad, los mecanismos de ajuste post-cierre como el CAM pueden ser más apropiados, mientras que en transacciones donde se prioriza la certeza del precio, el LBM resulta más atractivo.

Séptima. Un aspecto crítico para la efectividad de cualquier mecanismo de ajuste del precio es la claridad en la redacción contractual. La falta de precisión en la definición de conceptos como capital de trabajo, deuda neta o *leakages* puede dar lugar a disputas prolongadas.

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

Acosta Álvarez, T., “La due diligence legal previa a la adquisición de empresa” en Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, La Ley, Madrid, 2024, pp. 67-97.

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

Fernández, P., *Valoración de empresas y sensatez*, SSRN, Madrid, 2019. (disponible en [Valoración de empresas y sensatez](#); última consulta 25/01/2025)

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. 201-211. (disponible en [El ajuste de precio en un contrato de compraventa de acciones](#); última consulta 15/03/2025)

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. (disponible en [Make the deal: negotiating mergers & acquisitions](#); última consulta 25/01/2025)

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. & Mariño Garrido, T., “Valoración por múltiplos”, *Documentos AECA, Serie Valoración y Financiación de Empresas*, Documento nº

15, Madrid, 2019, pp. 7-30. (disponible en [Valoración por múltiplos](#); última consulta 29/01/2025)

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

Avery, D., “2023 Trends in Private Target M&A: Purchase Price Adjustments”, *Bloomberg Law*, 2024. (disponible en [2023 Trends in Private Target M&A: Purchase Price Adjustments](#); última consulta 01/03/2025)

Bentivegna, M. y Agar, J., “Post M&A Disputes: Earn-Outs and Claw-Backs and the Avoidance of Uncertainty”, *EisnerAmper*, 2022. (disponible en [What are Earn-Outs and Claw-Backs and the Avoidance of Uncertainty](#); última consulta 01/03/2025)

Dozcan, O. y Kalebek, E., “Consideration clause in Mergers And Acquisitions: Closing Accounts Vs Locked Box”, *Kılınç Law & Consulting*, 2024. (disponible en [Consideration Clause In Mergers And Acquisitions: Closing Accounts Vs Locked Box](#); última consulta 01/03/2025)

Faccio, M. y Masulis, R., “The choice of payment method in European mergers & acquisitions”, *Journal of Finance*, vol. 60, n. 3, 2004. (disponible en [The choice of payment method in European mergers & acquisitions](#); última consulta 01/03/2025)

Feito-Ruiz, I. y Menéndez-Requejo, S., “Mergers and acquisitions valuation: cash vs. stock payment”, *SSRN*, 2018 (disponible en [Mergers and acquisitions valuation: cash vs. stock payment](#); última consulta 01/03/2025)

Frohm, M., “Five considerations of completion accounts vs. locked box mechanisms”, *EY Law*, 2022 (disponible en [Five considerations of completion accounts vs. locked box mechanisms](#); última consulta 01/03/2025)

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](#); última consulta 25/01/2025)

- Lisy, J., “The Purchase Price Adjustment: Purpose, Practices and Value Considerations”, *M&A Essentials. Cohen & Company*, 2021. (disponible en [The Purchase Price Adjustment: Purpose, Practices and Value Considerations](#); 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 [Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014](#); última consulta 25/01/2025)
- Orosz, J., “Net Working Capital (NWC) for M&A – A Complete Guide”, *Morgan & Westfield*. (disponible en [Net Working Capital \(NWC\) for M&A – A Complete Guide](#); 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](#); última consulta 25/03/2025)
- Redondo, C., “¿Cuáles son las limitaciones legales aplicables al ajuste de precio en los contratos de compraventa de empresas?”, *Araoz & Rueda*, 25 de junio de 2019. (disponible en [¿Cuáles son las limitaciones legales aplicables al ajuste de precio en los contratos de compraventa de empresas?](#); última consulta 01/02/2025)
- Tannenbaum, F., “How to structure contingent purchase price provisions (earnouts)”, *The Practical Lawyer*, 2010, pp. 33-43. (disponible en [How to structure contingent purchase price provisions \(earnouts\)](#); última consulta 25/01/2025)
- Theobald, H., “M&A Vocabulary – Experts explain: Closing Accounts, Locked Box Mechanism and Leakage”, *Rödl & Partner*, 2022. (disponible en [M&A Vocabulary – Experts explain: Closing Accounts, Locked Box Mechanism and Leakage](#); 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 25/01/2025)
- 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](#); última consulta 25/01/2025)

Vocke, M., y Lochmann, A., “Navigating earn-outs: bridging valuation gaps in M&A transactions”, *Osborne Clarke*, 2024 (disponible en [Navigating earn-outs: bridging valuation gaps in M&A transactions](#); última consulta 01/03/2025)

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 [To lock or not to lock? An introduction to the locked box closing mechanism](#); última consulta 25/01/2025)