



REVISTA LEX MERCATORIA  
ISSN 2445-0936



Vol. 15, 2020. Artículo 5  
<https://doi.org/10.21134/lex.v0i15.1861>

# REFLEXIONES SOBRE LOS “EARN-OUTS” EN OPERACIONES DE M&A Y ALGUNOS SUPUESTOS ESPECÍFICOS DE APLICACIÓN

---

**Luis Borrero Zorita**

*Legal Director del Departamento de Corporate  
DLA Piper Spain*

## **Resumen**

En el presente artículo se analizan los earn-outs, desmenuzando su estructura básica y funcionamiento y se estudian también algunos de los supuestos en los que su aplicación es más frecuente.

## I. Introducción y contexto.

### (1) CONCEPTO DE EARN-OUT

En primer lugar, puede haber tantas definiciones de lo que es un earn-out como autores. Podemos tomar la definición dada por la Revista Española de Capital Riesgo en su página web que los define como una "fórmula en virtud de la cual una parte del precio de adquisición se condiciona a los resultados futuros de la empresa objeto de adquisición, dentro de un periodo preestablecido".

También son muy numerosas las definiciones que se les da en los ordenamientos jurídicos anglosajones a los earn-outs. A modo de ejemplo, en la página web [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com) se los define como "una disposición contractual estableciendo que el vendedor de un negocio puede obtener compensación adicional en el futuro si el negocio logra realizar determinadas metas financieras"<sup>2</sup>.

En cualquier caso, se utilice la fórmula que sea (en este artículo se tomará la utilizada por la Revista Española de Capital Riesgo), quedan patentes las notas esenciales de los earn-outs, que muy resumidamente son: (i) consiste en una parte del precio de adquisición, si bien este punto puede presentar alguna complejidad por ejemplo, en su tributación (sobre este tema volveremos más tarde); (ii) es un pago que depende del rendimiento o resultados futuros de una empresa que se compra (depende del *performance* de la

empresa) y por lo tanto, es un pago condicionado o contingente. Es decir, el vendedor sólo tendrá derecho al earn-out si se alcanzan los objetivos comerciales o financieros (Ej. Determinadas ventas); y (iii) debe ser determinado o determinable, dentro de un marco temporal.

Así pues, definido lo que es un earn-out, su traducción a nuestra lengua patria no encuentra un encaje fácil. Tanto es así que en la práctica, se suele dejar simple y llanamente el término anglosajón *earn-out* sin más. No obstante, se podría intentar hacer un esfuerzo de traducción, denominando a los earn-outs como "cláusulas de precio condicionado por los resultados o rendimientos de un negocio" o fórmulas similares. Sin embargo, tales traducciones son quizás un poco forzadas y dado que el término *earn-out* se ha popularizado y ha pasado a formar parte de la praxis española, en este artículo nos referiremos a ello como *earn-outs* sin más.

Aclarado el concepto de *earn-out*, debemos encuadrar su contexto. Así, en este artículo, nos vamos a referir a los *earn-outs* ciñéndonos al campo de las operaciones de adquisiciones de empresa (M&A) y de capital-riesgo (**Private Equity**).

Más aún, nos vamos a referir a los *earn-outs* en el marco de operaciones de adquisiciones en las que la adquisición o compraventa de una sociedad, negocio o compañía ya se ha consumado y la parte del precio que corresponde al *earn-out* se pagará en una fecha posterior a la transmisión

<sup>1</sup> Agradecimientos: (i) a mi familia, en concreto, a Natalia, mi mujer, a mis padres, Mariano y María Jesús y a mis hijos Mariano, Luis, Juan y Sofía; y (ii) a mis abuelos, Luis Zorita Reglero, José María Borrero Hortal y Juanita y Pedro García Ferreiro (estos dos últimos "abuelos" postizos de los que también guardo un magnífico recuerdo de mi infancia) R.I.P.

<sup>2</sup> "An earnout is a contractual provision stating that the seller of a business is to obtain additional compensation in the future if the business achieves certain financial goals (...)."

del negocio, sociedad o compañía.

## (2) MARCO LEGAL

El derecho patrio no contempla ni regula específicamente los *earn-outs*. Por lo tanto, cabe un amplio margen de libertad para establecerlo y regularlo al amparo de la autonomía de voluntad (artículo 1.255 del código civil), lo cual no puede sino suponer un criterio acertado a nuestro juicio, dado que fomenta y facilita la economía y el comercio.

Dicho esto, sí que hay algunas normas en materia de compraventa (a pesar de que tanto el Código civil como el Código de comercio no están pensados para la compraventa de negocios o empresas), que son de aplicación a los *earn-outs*.

Singularmente, nos referimos a los artículos 1.445 a 1.450 del código civil, que en síntesis exigen que en la compraventa haya un "precio cierto" y que para que el precio se tenga por cierto, bastará con que lo sea con referencia a "otra cosa cierta o que se deje su señalamiento al arbitrio de una persona determinada." Todo ello, sin que el precio pueda, en ningún caso, "dejarse al arbitrio de uno de los contratantes."

La consecuencia legal, en caso de que el precio no sea cierto, es, con carácter general, la nulidad del negocio jurídico en cuestión. Sin perjuicio de lo anterior, hay pronunciamientos que tienden a la conservación del negocio jurídico (terminar una compraventa y restituir prestaciones recíprocamente muchas veces es muy difícil), de tal manera que: (i) la nulidad sólo operará cuando haya una reserva de facultades absoluta a una parte para

determinar el precio o el precio es absolutamente indeterminado o de todo punto irrazonable<sup>3</sup>; o (ii) la nulidad de la cláusula en cuestión (en los casos en que sea posible), pero no de todo el contrato o negocio jurídico en sí.

Los preceptos legales antes mencionados, junto con su desarrollo jurisprudencial, vienen a establecer la filosofía de que el precio ha de ser determinado o al menos determinable. Dado que los *earn-outs* son parte del precio, se les aplican estos preceptos y su jurisprudencia.

Precio determinado significa que el importe del *earn-out* está claramente determinado de antemano en el contrato, por ejemplo con una cifra preestablecida. Sin embargo, por su propia naturaleza, los *earn-outs* están vinculados al rendimiento y desempeño del negocio o compañía en cuestión, por lo que no será infrecuente que el importe de los *earn-outs* varíen en función del mismo.

La determinabilidad del precio e importe del *earn-out* en cambio, es esencial y al redactar los contratos de compraventa, se deberá tener especial cuidado y esmero redactando las bases y criterios para determinar el importe del *earn-out*, so pena de nulidad.

En este punto, cabe destacar que nuestro Tribunal Supremo (STS 120/2000, de 22 de diciembre) ha establecido que el mero establecimiento de un importe máximo y otro mínimo para un *earn-out* equivale a una indeterminación del precio.

## (3) CRITERIOS O VARIABLES UTILIZADAS

<sup>3</sup> Según los Principios de Derecho Europeo de los Contratos (art. 6:105), cuando el precio al arbitrio de un tercero o precio manifiestamente irrazonable, el precio se sustituye por otro razonable.

## EN LOS EARN-OUTS

Como es de esperar, el uso de los criterios o variables utilizadas para calcular el importe del *earn-out* depende de una serie de factores, como la operación en concreto, la empresa o el negocio que se adquiere y el sector en el que se opera.

Así pues, los criterios a utilizar para el cálculo de un *earn-out* pueden ser muy variados. Dicho esto, quizás el más común sea el agregar un múltiplo al EBITDA del negocio o la compañía que se adquiere, si bien existen otros indicadores menos comunes, por ejemplo, el EBIT, ratios ligados a los flujos de caja, ventas, facturaciones, o el cumplimiento de otros objetivos comerciales concretos (expansión internacional, mayor cuota de mercado o productividad etc).

En cualquier caso y como apuntábamos antes, la regla de oro es que las variables utilizadas en el cálculo del *earn-out* deben ser tales que el precio sea claramente determinable.

Por ello traemos a colación nuevamente aquí la sentencia del Tribunal Supremo 120/2000, de 22 de diciembre que establece el principio de que si se usan límites máximos o mínimos en los *earn-outs* sin indicaciones suficientes y apropiadas para el cálculo del precio, porque supone una indeterminación del precio.

En caso de no ser así, al menos en teoría, habría un riesgo de que el contrato de compraventa pudiera ser impugnado de nulidad por la indeterminación del precio y la consiguiente falta de uno de los elementos esenciales de toda relación contractual.

Decimos en teoría porque, lógicamente, al vendedor no le interesará que el contrato sea de-

clarado nulo y tenga que devolver lo ya cobrado. Desde la óptica del vendedor, éste podría impugnar (caso no infrecuente en la práctica) la cuantía del *earn-out*, mas como regla general no pediría la nulidad del contrato.

Por su parte, el comprador, que perfectamente puede impugnar el importe del *earn-out* por entender que es inferior al que solicita el vendedor, en determinadas circunstancias podría solicitar la nulidad del contrato, por ejemplo, en los casos en que además de haber desacuerdo en el *earn-out*, surgen contingencias o hechos que de haberlos sabido el comprador con anterioridad, no habría adquirido el negocio o compañía o lo habría hecho por un precio sensiblemente inferior. Sin embargo, en este último caso (contingencias u hechos ocultos que minan la rentabilidad), es posible que no se alcancen los hitos económicos que dan lugar al *earn-out*, por lo que no habría cantidad a pagar bajo los *earn-outs* y el problema sería inexistente.

## (4) MODALIDADES DE EARN-OUT

Al igual que ocurre con los criterios para calcular el *earn-out*, existen tantas modalidades o clases de *earn-out* como operaciones de adquisición. No obstante, se pueden simplificar y clasificar los *earn-outs* de la siguiente manera:

**(A) Earn-out simple y fijo:** En virtud del cual, alcanzado el hito comercial correspondiente, el vendedor tiene derecho al pago de la totalidad del *earn-out* (una cantidad fija).

Por ejemplo, alcanzado un determinado número de ventas en un año, el vendedor tiene derecho a cobrar 100 € en concepto de *earn-out*;

**(B) Earn-out periódico y fijo:** En virtud

del cual, alcanzado el hito comercial correspondiente en cada periodo de tiempo, el vendedor tiene derecho al pago de la totalidad del *earn-out* adjudicado a ese periodo.

Por ejemplo, si se alcanza un determinado número de ventas durante los siguientes cuatro años, el vendedor tiene derecho a cobrar 25 € en concepto de *earn-out* en cada año en que se consiga ese número de ventas (o EBITDA). En los años en que no se logre el mínimo de ventas, no habrá *earn-out*;

**(C) Earn-out simple y variable:** Es un *earn-out* por el que alcanzado el hito comercial mínimo para tener un derecho a percibir cantidades en concepto de *earn-out*, el vendedor tiene derecho al pago de una cantidad en concepto de *earn-out* (una cantidad variable) en proporción a (por ejemplo) las ventas obtenidas durante un ejercicio.

Ejemplo de lo anterior es si el negocio tiene que alcanzar 100 € de ventas en un año para percibir un *earn-out* y el *earn-out* a percibir es progresivo y depende de las ventas superiores a 100 € y hasta 200 €, siendo 100 € de *earn-out* el tope máximo de *earn-out*.

Así, si se consiguen 150 € en ventas, el *earn-out* al que tendrá derecho el comprador será de 50 € y se consiguen 200 € o más en ventas, el *earn-out* a percibir por el comprador será de 100 € como tope máximo. y se consigue, el vendedor alcanzado un determinado número de ventas en un año, el vendedor tiene derecho a cobrar 100 € en concepto de *earn-out*; y

**(D) Earn-out periódico y variable:** Es igual que el *earn-out* simple y variable, sólo que referido a cada ejercicio en que se aplica el *earn-*

*out*.

En este sentido, un ejemplo sería si el negocio tiene que alcanzar €100 de ventas cada año durante cada uno de los cuatro años siguientes para percibir un *earn-out* anual cuyo máximo (tope de *earn-out*) es 100 €. El *earn-out* a percibir es progresivo y depende de las ventas superiores a 100 €, siendo el tope máximo del *earn-out* 100 € aunque se generen ventas superiores a 200 €.

Así, si se consiguen 150 € en ventas el año 1, 125 € en ventas el año 2, 175 € en ventas el año 3 y 90 € en ventas el año 4, el *earn-out* al que tendrá derecho el comprador será de: (i) 50 € el año 1; (ii) 25 € el año 2; (iii) 75 € el año 3; y (iv) 0 € el año 4. y se consiguen 200 € o más en ventas, el *earn-out* a percibir por el comprador será de 100 € como tope máximo. y se consigue, el vendedor alcanzado un determinado número de ventas en un año, el vendedor tiene derecho a cobrar 100 € en concepto de *earn-out*.

Sin perjuicio de las anteriores (y otras) clasificaciones de *earn-out*, podemos distinguir entre *earn-outs* garantizados (con algún tipo de garantía personal o real) o no. Esto nos lleva al plantear el problema de si es recomendable garantizar de alguna manera el pago del *earn-out*, bien sea mediante: (i) garantías reales (prendas, hipotecas); (ii) afianzamientos de un banco o un tercero, como sería el caso de una fianza, un aval (personal o bancario) o algún tipo de *comfort letter* (sea esta vinculante o no); o (iii) garantías personales, singularmente, un contrato de depósito (*escrow*).

Lógicamente, este es un problema que se le plantea al vendedor dado que el comprador no querrá otorgar ningún tipo de garantía para el *earn-out*.

Por último, distinguiremos entre *earn-outs* po-

sitivos (los paga el comprador al vendedor según se cumplan los hitos del *earn-out*) y negativos (el comprador paga en su totalidad el *earn-out* al vendedor, quien se obliga a devolver las partes correspondientes del *earn-out* si no se cumplen los hitos del *earn-out*).

No hace falta decir que los *earn-outs* negativos rara vez se dan en la práctica. El vendedor suele mostrarse reacio a aceptarlo al suponer la restitución de parte del precio ya cobrado y el comprador suele resistirse a ello porque supone desembolsar la integridad del *earn-out* de inicio sin saber si se cumplirán los objetivos que dan derecho al vendedor a percibir el *earn-out*.

## II.- Precauciones del vendedor: Gestión interina y otros

Definido y encuadrado la figura del *earn-out* dentro de nuestro régimen legal y habiendo visto algunas clases de *earn-outs*, pasamos a examinar el tema de las precauciones (mejor dicho, preocupaciones) del vendedor en relación con los *earn-outs*.

Lógicamente, los *earn-outs* se dan en el marco de una adquisición en la que los vendedores generalmente van a perder la gestión del negocio o de la compañía, exponiéndose por tanto a posibles manipulaciones del *earn-out* por parte del comprador (que generalmente controlará la administración).

Un primer tema que se suscita es el de los criterios y ajustes contables y prácticas comerciales, que pueden ser cambiados o manipulados por el comprador con el consiguiente impacto en la cuantía a percibir en concepto de *earn-out*.

Los ejemplos aquí son innumerables y pueden

ser por ejemplo, posponer el cobro de créditos, diferimiento de ingresos, asunción de pasivos nuevos, realización de operaciones intragrupo que disminuyan los beneficios (*management fees*).

Por ello, el vendedor querrá regular esto de la manera más exhaustiva y objetiva posible, usándose con carácter general, los mismos criterios y principios contables usados por el negocio o la compañía hasta la fecha, bajo el principio de empresa en funcionamiento (*on-going concern*) y buscando mecanismos que minimicen el impacto de operaciones intragrupos.

De singular importancia para el vendedor será regular la gestión y administración del negocio / compañía adquirida por el comprador desde la consumación de la adquisición hasta que el *earn-out* sea pagadero.

Se trata en definitiva, de alcanzar un delicado equilibrio entre la protección del vendedor y la necesaria libertad del comprador para gestionar y administrar la compañía o negocio que ha adquirido.

Este equilibrio, huelga decir, es complicado y difícil de conseguir en la práctica y en la mayor parte de las ocasiones, las cláusulas que se negocian en los contratos tienden a ser más favorables para el comprador, debido en gran parte al efecto psicológico que se produce en el vendedor que está a punto de cobrar un precio.

No obstante, en algunos casos el vendedor trata de pelear por algunas medidas de protección tal y como son retener una participación mayoritaria con una protección en un pacto de socios, tener algún asiento en el consejo y/o pactar un plan de negocio que limite de algún modo la gestión del comprador.

En algunos casos (los menos), en los que hay unos vendedores listos, duros negociando y bien asesorados, se puede incluso generar una situación de riesgo para tales vendedores que podrían ser considerados administradores de hecho. Huelga decir que son situaciones sumamente excepcionales y casi de laboratorio.

A su vez, algún autor ha aducido el principio de la buena fe (artículos 7.1 y 1.258 del código civil) como posible mecanismo de protección para el vendedor. A nuestro juicio, si bien es teóricamente posible, creemos que en la práctica planteará un problema de prueba y que sólo servirá para los casos más abusivos, claros y notorios (por ejemplo, maniobras torticeras muy claras del comprador para reducir el importe del *earn-out*).

Por último, queremos reseñar el problema que en ocasiones se da en relación con los *earn-outs*, consistente en que el comprador revende su empresa a un tercero antes de haber pagado el importe del *earn-out* al vendedor. Dicho tercero no estará obligado a pagar *earn-out* alguno al vendedor (no fue parte de la primera compraventa) y puede ocurrir que la determinación del importe del *earn-out* no sea fácil si el tercero no facilita datos financieros.

De nuevo, esto será un tema que preocupe al vendedor, quien procurará regular este supuesto minuciosamente. La solución y el resultado de la negociación en gran parte dependerá de la fuerza negociadora de comprador y vendedor originario.

### III.- Ventajas y desventajas de los *earn-outs*

Tras las anteriores consideraciones, llega la hora de valorar la figura del *earn-out*. A nuestro

juicio, el *earn-out* es una figura dinámica, variada y útil en determinadas operaciones de M&A por las siguientes razones:

**(1) Incentivo:** Un *earn-out* constituye sin lugar a duda un incentivo para la maximización de beneficios del negocio por el vendedor, el gestor y en particular para un vendedor que permanece en la compañía tras su adquisición realizando funciones de gestión. El vendedor siempre va a querer maximizar el precio de venta de su compañía y una de las maneras en que se puede realizar, es a través de un *earn-out*;

**(2) Transmisión de fondo de comercio (*goodwill*) y conocimientos:** De igual modo, en determinados casos, un *earn-out* puede resultar una manera (indirecta) e idónea para evaluar si el *goodwill* y/o determinados conocimientos de un negocio se han transmitido correctamente.

En este sentido, hay determinados negocios que tienen una gran dependencia del *goodwill* o de determinados conocimientos técnicos (*know-how* etc). En estos casos, un *earn-out* puede ser una manera idónea de evaluar y remunerar la correcta y total transmisión de estos elementos;

**(3) Valoración real del precio (precio justo) y del potencial de crecimiento:** Otra de las ventajas aducidas a favor de los *earn-outs* (sobre todo por el comprador) es que es una manera eficaz para valorar el precio de un negocio y su potencial crecimiento.

No cabe duda de que si el *earn-out* está bien formulado, el vendedor acabará recibiendo un precio justo por el negocio que transmite y por el crecimiento futuro de dicho negocio.

No obstante lo anterior, el *earn-out* puede re-

presentar algunas desventajas:

**(1) Aplazamiento de pago:** Para el vendedor, un *earn-out* supone que cobrará una parte del precio de manera aplazada. Lógicamente, el vendedor querrá asegurarse de que cobrará el *earn-out* (ya se ha hecho referencia a este problema anteriormente) y salvo que dicho cobro esté bien garantizado, soportará el riesgo de que el comprador sea insolvente o incumpla con su obligación;

**(2) Menor precio:** De igual manera para el vendedor, un *earn-out* puede suponer menos precio para el vendedor dado que para tener derecho a cobrar cantidades bajo el *earn-out*, se deben cumplir los hitos, requisitos o condiciones del *earn-out*.

De hecho, desde la perspectiva del vendedor, en ciertos casos un *earn-out* puede ser un "estorbo" en el sentido de que se obliga al vendedor a trabajar duro para tener derecho al *earn-out*. No se da en este caso un esquema clásico en virtud del cual el vendedor cobra y "desaparece del mapa"; y

**(3) Vulnerabilidad del vendedor a la gestión del comprador:** También es un tema apuntado anteriormente y a grandes rasgos consiste en que adquirido el negocio o la compañía por el comprador, el vendedor pierde el control sobre la gestión del negocio y queda expuesto (sin perjuicio de que se pacten protecciones a favor del vendedor) a la gestión y potencial manipulación del comprador, la cual puede tener un impacto sobre el importe del *earn-out* a percibir.

En general, podemos decir que los *earn-outs* generalmente funcionan mejor cuando el negocio se opera conforme se previó en el momento

de la adquisición y el plan de negocio permanece más o menos estable y sin variaciones sustanciales.

Aunque es cierto que (como se ha apuntado anteriormente), el comprador tiene la habilidad de impedir que se cumplan las condiciones para generar pagos en un *earn-out*, hay factores externos (por ejemplo, una grave recesión económica) que pueden impedir que se cumplan los hitos en los *earn-outs*. Por ello, los vendedores son muy cuidadosos a la hora de negociar los *earn-outs*.

#### IV.- Tributación de los *earn-outs*

Un aspecto que no debe desdeñarse es la tributación de los *earn-outs*. Así, a modo de pinceladas generales y sin entrar en detalle, podemos decir que si el vendedor no permanece en la compañía o negocio (no se queda como gestor), el importe del *earn-out* tributará como precio variable (rendimiento del capital).

Sin embargo, si el vendedor se queda en el negocio o compañía y desarrolla funciones de gestión, estando involucrado en el *performance* y resultado de la compañía, existe un riesgo de que la Administración Tributaria recalifique la tributación de manera que el *earn-out*, en vez de ser un rendimiento del capital (tributación más beneficiosa) pase a ser un rendimiento del trabajo (tributación más onerosa).

Desde el punto de vista de la compañía, en caso de recalificación de la tributación, la compañía no habrá realizado las retenciones correspondientes a los rendimientos de trabajo por lo que puede tener que abonar esas cantidades no retenidas (posiblemente con intereses de demora) y, posiblemente alguna multa o sanción pecuniaria.

En cualquier caso, parece que este tema sí se

investiga de ordinario por la Administración Tributaria en el marco de una inspección fiscal, por lo que habrá que prestar atención a este tema y obtener el asesoramiento debido.

## V.- Algunos supuestos concretos

Tras las anteriores consideraciones generales, pasamos a analizar algunos supuestos concretos en los que los *earn-outs* son o pueden ser de aplicación:

**(1) Start-Ups (empresas de nueva creación):** Si definimos las start-ups simplemente como "empresas de nueva creación", se ve claramente la utilidad de los *earn-outs*.

Así, a la hora de transmitir una start-up, se desconoce cual es el valor de la misma, que puede depender de muchísimos factores, singularmente de la solidez de la idea o activo central del negocio.

Por ejemplo, el valor de una start-up tecnológica dependerá en gran parte del valor del software u otros elementos tecnológicos que ha creado. El valor de una empresa del sector sanitario puede depender en gran medida del valor de un medicamento patentado y de si este tiene potencial para ser comercializado a gran escala, y así sucesivamente.

En estos casos, un *earn-out* puede ser un mecanismo adecuado para retribuir a los vendedores (que generalmente son los fundadores iniciales de la start-up) y no son infrecuentes en las start-ups del sector *venture capital* y los sectores tecnológicos y, Life Sciences;

**(2) Capital Riesgo.** Los Ratchets: En el sector del capital-riesgo, son comunes los denominados "Ratchets", que pueden definirse como

incentivos a los altos directivos de una compañía que se adquiere en una operación de capital-riesgo para que los resultados de la compañía en cuestión mejoren.

Generalmente, el cumplimiento de determinados objetivos comerciales conlleva que los altos directivos tengan una mayor participación (que siempre será minoritaria) en la compañía y por tanto, al desinvertir la entidad de capital riesgo, el alto directivo obtendrá una mayor remuneración. Básicamente, a mayor y mejor resultado, el equipo directivo tendrá una mayor participación en la compañía y por tanto, una mayor remuneración en el momento de la desinversión.

Siendo esto así, un Ratchet no es más que una modalidad específica de *earn-out*;

**(3) Search Funds:** Los Search Funds (*Fondos de Búsqueda*) pueden definirse como vehículos de inversión a través de los cuales un emprendedor (o varios) levanta fondos de inversores para primero buscar y posteriormente adquirir una compañía o negocio en la que los propios emprendedores desean tomar un rol activo en la gestión diaria del negocio o compañía.

Es decir, los inversores conforman e invierten en el Search Fund. El Search Fund a su vez, entrega dinero a uno o varios emprendedores (quienes controlan el Search Fund), que se dedican exclusivamente a: (i) buscar empresas (generalmente empresas de dimensión reducida) en las que invertir o adquirir (de ahí el nombre de Search Funds - *fondos de búsqueda* -), y en las cuales dichos emprendedores tendrán un rol activo en la gestión / administración en tales empresas; (ii) adquirir dichas compañías y desarrollar su negocio; y (iii) en un momento posterior, vender esas compañías con una ganancia.

A cambio, los emprendedores obtienen una remuneración y una participación minoritaria en la empresa adquirida que puede variar a lo largo del tiempo según los resultados de la compañía y en el momento de desinversión.

Una ventaja de los Search Funds es que los emprendedores se evitan el proceso farragoso e hiper-normativizado de crear una entidad de capital-riesgo sujeta a la supervisión de la CNMV.

Pues bien, en este sector (relativamente nuevo en España e importado de Estados Unidos) pueden tener cabida perfectamente los *earn-outs*, bien cuando se adquiere la compañía tras el proceso de búsqueda o cuando se vende la compañía posteriormente y se desinvierte, si bien apuntamos que en este tipo de operación es más frecuente la existencia de fórmulas de precio plazado (Ej. *Vendor loans* o similares); y

#### **(4) Supuesto especial. contratos administrativos vencidos:**

##### a) Descripción de la problemática

Este supuesto es quizá un tanto más específico y atípico que los anteriores y el autor lo ha tratado en alguna ocasión anterior<sup>4</sup>. Se trata de casos en que un negocio tiene una serie de contratos vencidos con una o varias administraciones públicas (tanto su término inicial como las prórrogas, de haberlas) y las partes contratantes (es decir, tanto la Administración como el contratista) continúan ejecutando de hecho sus respectivas prestaciones, es decir, el contratista presta sus servicios

a la Administración, quien continúa satisfaciendo un precio por ello.

Cierto es aquí que nos hallamos ante una situación que se podría calificar hasta cierto punto de "limbo jurídico". El contrato administrativo, que tenía su documentación en regla (adjudicación, pliegos y demás) ha vencido finalmente (bien su plazo inicial sin que la administración decida prorrogarlo en los casos en que se permite o bien sus prórrogas) y las partes continúan realizando sus respectivas prestaciones.

Decimos que es una situación de "limbo jurídico" dado que el artículo 29.2 párrafo 3º de la Ley de contratos del sector público prevé que "en ningún caso podrá producirse la prórroga por el consentimiento tácito de las partes". Así, pues, el cumplimiento del contrato en esta situación es claramente irregular, dado que la normativa *iuspúblicista* no permite la prórroga tácita de los contratos administrativos, teniendo la administración la obligación de convocar el concurso público correspondiente en los casos así previstos por la ley.

Esta situación irregular reviste singular importancia en los casos en que la mayor parte o una cantidad sustancial de los ingresos de un negocio se basan en los contratos vencidos pero que continúan cumpliéndose y el comprador ve cómo se esfuman las expectativas de un negocio que deseaba adquirir en vista del historial financiero y contable del mismo, una vez que esta contingencia se ha identificado en el proceso de *Due Diligence*.

Pudiera parecer que estas situaciones son ra-

<sup>4</sup>Vid. Borrero, L, "Reflexiones sobre supuestos específicos de dealbreakers en operaciones de MM&A.," en Revista Lex Mercatoria, núm. 10, 2019.

ras en la práctica, pero la experiencia demuestra que, si bien no son comunes, tampoco son tan infrecuentes como se podría pensar. Así, a modo de ejemplo, la Administración competente puede seguir pidiendo que se le suministren productos hospitalarios, vencido ya el contrato público correspondiente, hasta que se convoque el concurso público que proceda, convocatoria y concurso que pueden retrasarse por muy diversas razones.

#### b) Consecuencias

Esta situación ciertamente puede generar varias consecuencias. La primera y la más natural, es que cualquiera de las partes podría declarar terminada la relación existente. Singularmente, la Administración podría hacerlo no sólo con base en las normas de derecho civil patrias, las cuales serían supletorias, sino también por las prerrogativas que la Administración Pública posee conforme al Derecho público.

Otra posible consecuencia que ello podría originar sería, en su caso, la responsabilidad para el contratante o la Administración por ejecutar un contrato de forma ilegal.

Sin embargo, desde el punto de vista de una operación de M&A, la principal consecuencia que acarreará será la pérdida de interés de la operación para el comprador que se podrá traducir (según los casos) en un variado elenco de posibilidades gravosas desde la ruptura de las negociaciones a la reducción del precio, pasando por la modificación de las condiciones contractuales pactadas.

#### c) Posibles soluciones

Es aquí y en este tipo de supuestos donde mejor encaja un *earn-out*. De hecho, un *earn-out* puede suponer evitar que una operación de M&A,

como ésta aborte.

Así, en los casos más extremos y agudos, este supuesto puede llevar irrevocablemente a que la operación fracase. Un comprador se va a sentir inseguro si la principal fuente de generación de ingresos del negocio o sociedad que está comprando está sujeto al capricho de la otra parte contratante, por mucho que se trate de la Administración, la cual puede actuar de mala fe y por ejemplo, modificar los términos de un contrato (o mejor dicho de una relación contractual de hecho) unilateralmente, aprovechando que técnicamente no existe un contrato administrativo en regla, sino una relación jurídica fáctica.

Asimismo, es posible que el negocio no resulte tan atractivo a un comprador ante la perspectiva de tener una parte cuantiosa del negocio de la compañía en riesgo.

Las soluciones tradicionales, léase: (i) proceder a la firma de un contrato sujeto al cumplimiento de una condición suspensiva (la cual debe cumplirse en un plazo límite), consistente en la adjudicación de uno o varios nuevos contratos por la Administración (los que tengan más peso económico en las cifras de la sociedad); (ii) reducir el precio o intentar establecer un mecanismo (depósito o retención) mediante el cual sólo se liberarán fondos a favor del vendedor en proporción a los contratos que se adjudican al comprador una vez que se convoque el concurso público correspondiente a los contratos vencidos, estableciendo un límite temporal máximo, tras el cual revierten los fondos pendientes al comprador; pueden no ser suficientes o no dar al comprador seguridad suficiente.

## VI.- Tendencias recientes en el uso

## de los earn-outs.

No es fácil predecir como evolucionará en el futuro la figura del *earn-out* ni la frecuencia de su uso en operaciones de M&A.

Sin embargo, nos atrevemos a dar algunas pinceladas acerca de las tendencias recientes y posibles futuras tendencias relativas a los *earn-outs*:

(1) En líneas generales, los *earn-outs* no se usan operaciones relativas a empresas grandes o consolidadas, que por lo general, tienen unos flujos de caja e ingresos muy estables y consolidados y además no dependen tanto de directivos clave (*Key Men*). Es más común su uso en PYMES (como *start-ups* o similares) o en adquisiciones en las que la valoración de la compañía o negocio es complicada o difícil;

(2) Conforme a la experiencia del autor y su práctica, los *earn-outs* son más comunes en el *middle market* y dentro del mismo en un (aproximadamente) 25 por cien de ese tipo de operaciones. En concreto, los estudios y documentos consultados apuntan a que (a nivel global, no sólo España y Europa), los *earn-outs* son más comunes en operaciones con un importe inferior a €25,000,000 (aproximadamente el 35 por cien de las operaciones por debajo de ese umbral contenían un *earn-out*).

Eso sí, merece la pena reseñar que según los trabajos consultados en operaciones de M&A por un importe superior a €50,000,000, aproximadamente un 20% de las mismas utilizaron la figura del *earn-out*;

(3) Hay diversos estudios que demuestran que los *earn-outs* se utilizan sobre todo en operaciones en que empresas de nueva creación o rela-

tivamente jóvenes están involucradas (*early stage deals*); y

(4) La duración de los *earn-outs* en particular en Europa y en Australia tiende a ser corta (períodos de un año son los más comunes), si bien siguen viéndose *earn-outs* que superan el plazo de los tres años, sobre todo en *start-ups*, donde la involucración de los fundadores a largo plazo es clave.

Podemos concluir por lo tanto, que los *earn-outs* seguirán siendo una figura útil y hasta clave en algunos casos. Por nuestra parte, auguramos una larga vida y salud a la figura del *earn-out*.