

M&A en tiempos de COVID-19: Earn-out como un instrumento valioso en épocas de incertidumbre económica

La pandemia del COVID-19 y la crisis económica a nivel mundial como consecuencia de ella, conlleva los siguientes retos para los agentes en el mercado de M&A:

- Incertidumbre sobre el valor y flujo futuro de las empresas.
- Falta de liquidez para crecimiento inorgánico.
- Revisión de presupuestos y planes de negocio considerando los costos generados por esta crisis.
- Menores fuentes de financiamiento para adquisiciones o encarecimiento del mismo.
- Replanteamiento de estrategias de diversificación de inversiones.
- Balance entre portafolio de negocios cíclicos y anti-cíclicos.

Para hacer frente a estos retos y viabilizar operaciones de M&A, el earn-out se presenta como una herramienta útil.

¿Qué es el earn-out?

- El earn-out es un mecanismo contractual mediante el cual se acuerda que una parte del precio se pagará de manera diferida y sujeta al cumplimiento de ciertos hitos, condiciones u objetivos de negocio que el target (empresa o activo adquirido) deberá cumplir o alcanzar.
- El precio en un earn-out se asigna al rendimiento futuro (performance) del negocio adquirido.
- Con esta figura, el riesgo que usualmente asume un comprador al pagar un valor (precio) por un negocio es compartido con el vendedor, sujeto a los parámetros que sean pactados.

- La metodología para establecer el earn-out puede variar mucho dependiendo de la industria, proyección de ventas, apalancamiento o costos de inversión del target. De esta manera, resulta una alternativa flexible y que puede ser ajustada a la medida de cada transacción.

¿Cómo se implementa en la práctica?

En la práctica, es viable implementar un earn-out con metas post cierre de una transacción en relación a los ingresos, EBITDA o utilidades generadas por el target a futuro.

Por ejemplo, el comprador puede desembolsar el 50% u otro porcentaje del precio en la fecha de cierre y pagar el saldo de forma diferida y según un componente fijo (saldo total) o variable (saldo del precio con descuento o premium) basado en el rendimiento del target según las metas o hitos pactados por las partes.

Los vendedores van a preferir un earn-out sujeto a ventas brutas, que es fácil de conseguir y difícil de manipular por el comprador; sin embargo, dicho modelo puede llevar a inversiones con márgenes bajos con el único fin de sumar ingresos. Por su parte, el comprador suele privilegiar los márgenes, tales como EBITDA o utilidades por acción (earnings per share).

Este instrumento es de utilidad cuando las expectativas de un vendedor no se acercan a las de los potenciales compradores respecto al valor de la compañía; sin embargo, también resulta beneficiosa en escenarios en los que el comprador no cuenta con la liquidez suficiente para desembolsar la totalidad del precio en un desembolso y el financiamiento resulta muy oneroso.

Mediante un earn-out, el comprador reduce el riesgo de su inversión ya que si el target no genera los flujos esperados, no se ve obligado a pagar un precio oneroso. Además, el monto destinado al earn-out puede ser pagado con la liquidez generada por el propio target.

De otro lado, para los vendedores, es una forma de poder negociar un mayor precio cuando son optimistas con respecto al futuro crecimiento de la empresa. De esta manera, se benefician con el rendimiento del target post-venta a pesar de haber tenido una salida temprana.

Consideraciones contractuales para estructurar un earn-out:

- Revisión acuciosa de la metodología por los asesores legales y financieros externos, así como por la gerencia financiera o comercial del target.
- Mantener a los empleados clave en la compañía y con incentivos adecuados (i.e. bonos de productividad): Existen gerentes que son cruciales en la operación y sin cuya participación sería muy difícil conseguir los objetivos pactados.
- Derechos de reporte y acceso a la documentación relevante del target para disminuir cualquier riesgo de asimetría en la información para el cálculo del earn-out.
- Reglas contables claras para el análisis de los Estados Financieros y aplicación de la metodología que sea pactada.
- Continuidad del negocio sujeto a reglas contractuales que permitan desincentivar cualquier injerencia del nuevo controlador en el target.
- Evaluar las garantías o remedios contractuales para exigir el pago del earn-out.
- Proyectar y analizar los escenarios de riesgo de un earn-out variable que pueda ser muy bajo, o aquellos en los que pueda ser muy oneroso.
- Revisar la conveniencia de incluir un piso (monto mínimo) para el pago del earn-out y/o un cap (monto máximo).