

La venta de empresas con financiación del vendedor:



[Hemera]/Thinkstock.

«vendor finance»

En un contexto de restricciones a la financiación bancaria como el actual, la búsqueda de alternativas para la obtención de liquidez se ha convertido en un aspecto fundamental para posibilitar muchas operaciones de compraventa de empresas. La concesión de financiación por parte del vendedor al comprador (conocida como *vendor finance*) constituye un opción muy atractiva.

Maribel Gómez Sánchez

La disponibilidad de financiación es un aspecto fundamental para que una operación de compraventa pueda llevarse a cabo. El recurso a financiación externa es habitual en la compra de empresas dado que el comprador puede no disponer de la tesorería suficiente para afrontar la operación o, incluso, disponiendo de ella, la financiación externa puede resultar más barata y, en consecuencia, incrementar el valor de la operación para el comprador. Tradicionalmente, la principal fuente de financiación externa a la que han recurrido los compradores ha sido la deuda bancaria.

Sin embargo, en los últimos años, la restricción del crédito concedido por las entidades financieras ha promovido el recurso a fórmulas alternativas de financiación, entre las que destacan las ampliaciones de capital y las emisiones de deuda corporativa.

No obstante, las dificultades para la realización de ampliaciones de capital o emisiones de deuda a precios que los emisores consideren razonables y los inversores suficientemente atractivos han llevado a las empresas a utilizar un mecanismo de financiación más elaborado: la concesión de financiación por parte de los propios vendedores o *vendor finance* en inglés

En un contexto de restricción del crédito, el *vendor finance* es una herramienta interesante para solventar las dificultades en la financiación de adquisiciones empresariales

En este modelo de financiación, el vendedor acepta un pago diferido del precio de la operación, lo que permite al comprador financiar parte del coste de la adquisición con cargo a los flujos que genere a futuro la propia empresa adquirida.

Esta fórmula de financiación es particularmente interesante en aquellos casos en los que el acceso a otras fuentes de financiación es más difícil o resulta más costoso, como es el caso de empresas medianas y pequeñas, no cotizadas o de aquellas compañías en las que no existen activos tangibles significativos que las entidades financieras puedan utilizar como garantía de su financiación.

Hay diferentes opciones mediante las que el vendedor puede conceder este tipo de financiación en una compraventa:

- Diferimiento en los pagos que debe realizar el comprador. El precio total está fijado desde el principio, pero se acuerda que el comprador pague una parte del precio en plazos aplazados. Este aplazamiento de los pagos puede hacerse sin intereses o acordando el pago de un tipo de interés por parte del comprador. En esta última modalidad, la financiación tiene la forma de un préstamo propiamente dicho (*vendor loan*).

- Fórmula de *earn-out*. Se basa igualmente en un pago diferido del precio por parte del comprador, pero, en este caso, se introduce una cláusula por la cual la cuantía de las cantidades futuras aplazadas no es fija, sino que dependerá del cumplimiento de determinadas previsiones de resultados por parte de la compañía vendida. Por tanto, el precio final se ajusta en función de los beneficios generados por la empresa tras su adquisición y será mayor cuanto mejor sea el comportamiento de la compañía tras la venta. Los tipos más comunes de esta cláusula son fundamentalmente los dos siguientes:

- *Performance earn-out*. El comprador únicamente estará obligado al pago de la parte aplazada del precio si la compañía consigue unos objetivos marcados.
- *Economic earn-out*. La cuantía de la parte del precio aplazada se determinará en función de la evolución de una variable económica determinada (ventas, resultado operativo, resultado neto...).

En este tipo de operaciones, el vendedor asume un riesgo de crédito, ya que existiría la posibilidad de impago por parte del comprador. En este sentido, generalmente se establece que las propias acciones de la compañía vendida actúen como garantía de dichos pagos, de manera que, en caso de incumplimiento, el vendedor recuperaría la propiedad de la empresa. También pueden utilizarse como garantía activos específicos de la compañía vendida. En cualquier caso, es importante que el vendedor realice un análisis de la capacidad de endeudamiento del negocio transmitido, ya que será dicho negocio el que deba generar los flujos para el pago.

La principal ventaja de la financiación del vendedor es que facilita los acuerdos entre comprador y vendedor y alinea sus intereses

La negociación de las cláusulas de *earn-out* suele ser compleja, ya que se debe hacer frente a problemas como los siguientes:

- Plazo adecuado para la duración del *earn-out*. Generalmente se establecen plazos entre uno y cuatro años, ya que se considera que un plazo inferior a un año no es suficiente para que se refleje el valor de la empresa y en plazos muy largos se corre el riesgo de que los incrementos de valor procedan de la gestión propia del comprador.
- Determinación de la magnitud a la que se referenciará el pago. En el caso de utilizar la fórmula del *earn-out*, al vendedor le interesa que la magnitud de resultados que se tome como referencia sean las ventas, ya que los resultados como el Ebit-

da o el beneficio neto son menos controlables por el vendedor (por ejemplo, en los casos en los que la empresa vendida sea integrada en otra compañía del comprador). Sin embargo, el comprador preferirá que el precio se base en resultados dado que éstos reflejan la rentabilidad efectiva que genera la empresa.

- Detalle exhaustivo del cálculo de la magnitud correspondiente y determinación del mecanismo de solución de posibles discrepancias en la medición de dicha magnitud.

- Regulación de la influencia del vendedor en la evolución de la compañía, ya que el vendedor tendrá interés en una injerencia lo mayor posible en la gestión y la toma de decisiones durante el período de *earn-out*.

- Determinación del acceso del vendedor a la información sobre el negocio.

- Introducción de limitaciones al pago de dividendos hasta la finalización de la vigencia de la cláusula de *earn-out*.

- Establecimiento de restricciones a la forma en la que el comprador puede gestionar el negocio durante el período de *earn-out* (fundamentalmente, en aspectos que puedan afectar a la magnitud de referencia establecida o a la generación de tesorería): política de inversiones, gastos de explotación.

Entre los inconvenientes del *vendedor finance* destaca la complejidad de su estructuración, fundamentalmente en el caso del *earn-out*

Las principales ventajas de la financiación del vendedor son las siguientes:

- Favorece la realización de transacciones evitando que la falta de financiación constituya un obstáculo.

- Consigue alinear los intereses de comprador y vendedor (el cual puede permanecer en la gestión de la compañía o con una participación minoritaria en el accionariado) y permite mejorar los resultados de la compañía.

- Además, en el caso concreto del *earn-out*, se reduce el riesgo que introduce en la determinación del precio de venta la estimación de resultados a futuro y facilita los acuerdos de precio entre comprador y vendedor agilizando muchos procesos de negociación que se bloquean por desacuerdos sobre el precio de la operación.

En concreto, para el vendedor, otorgar esta financiación tiene las siguientes ventajas:

- Facilita la venta en un contexto de restricción del crédito.

- Puede obtener intereses en la operación.

ASPECTOS CLAVE EN LA DEFINICIÓN DE UN *EARN-OUT*

- Determinación de los pagos aplazados:

- Importes.

- Magnitud de referencia y modo de cálculo.

- Plazos.

- Mecanismos de supervisión.

- Graduación de la posición del vendedor (gestor, participación accionarial...).

- Establecimiento de garantías.

- Acceso del vendedor a la información.

- Restricciones a la toma de decisiones que afecten a resultados o tesorería.

- La posibilidad de aplazar los pagos sin coste financiero o a un tipo de interés reducido hace que la compra del negocio sea más atractiva para potenciales compradores y puede resultar en la obtención de un mayor precio (si bien hay que tener en cuenta que esto sólo es apropiado cuando el vendedor tiene alguna influencia sobre la consecución de los beneficios establecidos como objetivo).

Para el comprador, las principales ventajas serían:

- Puede adquirir una empresa sin necesidades significativas de capital (pudiendo hacer frente a los pagos diferidos con los beneficios que genere a futuro el propio negocio adquirido).

- En el caso concreto del *earn-out*, disminuye determinados riesgos del negocio derivados de la salida del vendedor (continuidad de clientes clave o de contratos con proveedores) e incentiva al vendedor a la consecución de los objetivos establecidos.

No obstante, este tipo de financiación también presenta inconvenientes, como los siguientes:

- Muchos vendedores prefieren una venta «limpia», una salida de la compañía desde el momento en el que se realiza la operación.

- Generalmente, los plazos de repago de la operación son más cortos que los que conllevaría la deuda bancaria, que se sitúa entre uno y cuatro años aproximadamente, y su coste suele ser superior.

- El vendedor asume un riesgo de crédito por la posibilidad de incumplimiento del comprador.

- Mayor dificultad en la negociación con el vendedor por la necesidad de determinación de todas las condiciones de la financiación. Estas dificultades son especialmente importantes en la modalidad de *earn-out*, como se ha expuesto anteriormente.

- El mecanismo de *earn-out* provoca un incentivo

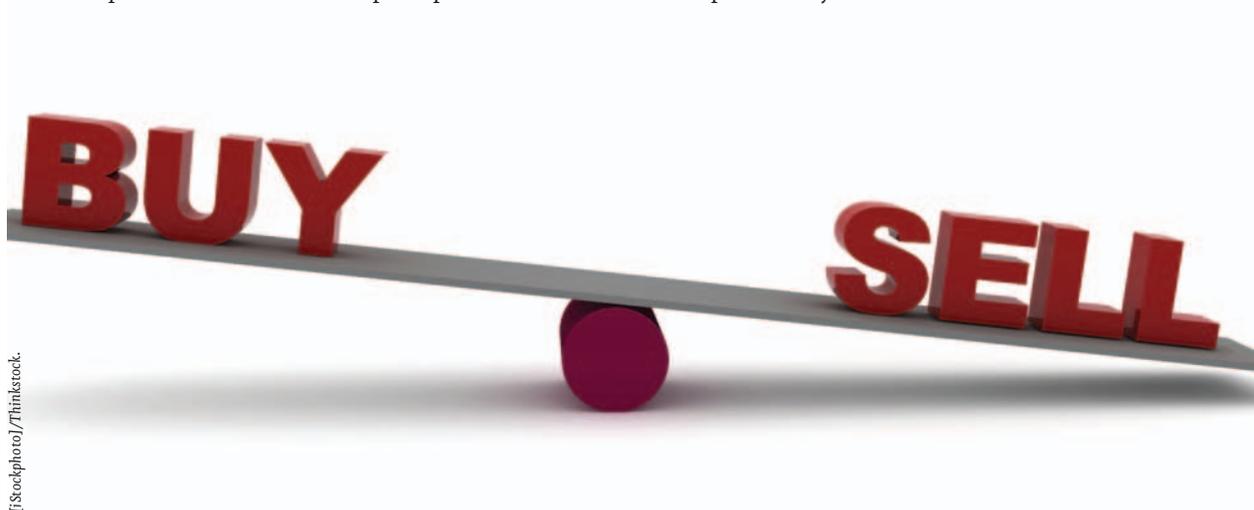
para que el vendedor pretenda la revalorización de la compañía a corto plazo (el período de vigencia del *earn-out*), por lo que no es fácil de implementar en compañías en las que el crecimiento se espera conseguir a medio o largo plazo.

Esta fórmula de financiación ha sido empleada en transacciones recientes por parte de empresas como Gas Natural o Fluidra o de entidades de capital riesgo como CVC o Ibersuizas.

En un contexto de mercado en el que existen muchos propietarios de pequeñas y medianas empresas dispuestos a vender sus compañías y oportunidades de adquisición interesantes para potenciales

compradores, el conocimiento de mecanismos como el *vendor finance* que solventen las dificultades en la obtención de financiación externa es un factor que favorece la efectiva realización de transacciones.

Además, en un contexto en el que la incertidumbre acerca de la evolución de la economía genera constantes dudas, influyendo en la capacidad de prever resultados y, en consecuencia, dificultando la determinación de las valoraciones de las compañías, la utilización de mecanismos de *earn-out* es de gran utilidad para permitir acuerdos en precio entre compradores y vendedores ::



[Stockphoto]/Thinkstock

VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA FINANCIACIÓN DEL VENDEDOR

	Comprador	Vendedor
Ventajas	<ul style="list-style-type: none"> • Reduce las necesidades de capital • Reducción de riesgos específicos (permanencia de clientes/proveedores) (<i>earn-out</i>) • Incentiva al vendedor a la consecución de objetivos (<i>earn-out</i>) • Favorece la realización de transacciones 	<ul style="list-style-type: none"> • Facilita la venta • Posible obtención de intereses • Posibilidad de un mayor precio
Inconvenientes	<ul style="list-style-type: none"> • Alineación de intereses • Reducción del riesgo de previsión de resultados en la valoración (<i>earn-out</i>) • Facilita los acuerdos de precio 	<ul style="list-style-type: none"> • Tipos de interés más altos que la deuda bancaria • Riesgo de crédito • Prolonga la salida de la compañía
	<ul style="list-style-type: none"> • Plazos de financiación más cortos que la deuda bancaria • Mayores dificultades en la negociación entre comprador y vendedor • Incentivos a la revalorización de la compañía en el corto plazo 	