

Las cláusulas MAC regresan a los contratos de M&A, cada vez más sofisticados



Pies de Foto: Ignacio Hornedo, Socio de Allen & Overy; Carlos Peña y Rafael Sáez, Socio y Counsel de M&A de CMS-Albiñana & Suárez de Lezo, respectivamente; Raquel García-Argudo Mendes, Socia de Corporate & China Desk de ECJA, y Alberto Frassetto, Socio de Herbert Smith.

La madurez del mercado español y la gran competencia por los buenos activos en un momento de alta liquidez ha impulsado la sofisticación de las cláusulas de los contratos de M&A en los últimos años. Al desarrollo del locked-box, de minimis y los seguros de W&I derivados de un mercado pro vendedor, se une ahora la vuelta de las cláusulas MAC. La incertidumbre generada por la crisis del Covid-19 lleva a los inversores, especialmente, internacionales a requerir nuevos mecanismos de protección ante posibles cambios futuros en los targets.

La maduración experimentada por el mercado de M&A en los últimos ejercicios ha tenido una consecuencia directa en los contratos de compraventa, que se han ido desarrollando progresivamente con cláusulas y condiciones cada vez más sofisticadas y estandarizadas. Sin duda, en esta evolución ha sido crucial el nivel de exigencia de los protagonistas de los deals (no sólo compradores y vendedores, también financiadores, aseguradoras, asesores, etc.). En cuanto a la evolución de los contratos de M&A en el mercado europeo en los últimos años, para **Carlos Peña, Socio de M&A de CMS-Albiñana & Suárez de Lezo**, "es destacable cierta tendencia hacia una regulación contractual favorable a la posición vendedora (seller-friendly) derivada del incremento de las subastas, un cierto retroceso en el uso de las cláusulas de basket, así como el aumento en el uso de los seguros de W&I, aspectos con una relación evidente. Por lo demás, en este tiempo, los contratos no han evolucionado en gran medida en cuanto a mecanismos de ajuste de precio y estructuras de locked-box, o al régimen de responsabilidad y la previsión de componentes variables del precio (earn-out)". En el caso de España, la sofisticación de los contratos mediante los que se formalizan las operaciones ha sido un reflejo de la estructura misma de las transacciones y de los procesos de venta, así como de la mayor sofisticación de compradores y vendedores. En palabras de **Alberto Frassetto, Socio de Herbert Smith**: "la situación extraordinariamente competitiva en muchos de los procesos de venta de los últimos años ha obligado a los potenciales compradores a diseñar y ofrecer estructuras y posiciones contractuales que, al tiempo de posibilitar una protección adecuada de sus intereses, fueran suficientemente atractivas para el vendedor (o, cuando menos, más atractivas que las de

sus competidores en los procesos de venta)". Así, la evolución de los contratos de M&A entre 2015 y 2020 se observa, según **Frassetto**, por ejemplo, "en la redacción de las cláusulas de precio -con la introducción de distintos sistemas híbridos a medio camino entre los sistemas de locked-box y completion accounts-, en el detalle en la regulación del periodo interino entre firma y cierre -por ejemplo, con la mayor utilización de los llamados "clean teams", motivada, en gran medida, por las restricciones derivadas de la aplicación de las normas de competencia- o en la regulación del régimen de responsabilidad del vendedor". Junto a todo esto, es clara la tendencia del uso de las pólizas de seguro de manifestaciones y garantías, cuyo uso se ha generalizado, en particular, en los procesos de salida de fondos de private equity y otros inversores financieros que están naturalmente obligados a tratar de obtener un clean exit en sus desinversiones.

VUELTA DE LAS CLÁUSULAS MAC

Sin duda, una de las tendencias más recientes es el creciente uso de las cláusulas MAC (Material Adverse Change) como consecuencia del cambio de entorno derivado de la crisis sanitaria y económica que estamos viviendo a causa del Covid-19. Aunque puede que aún sea pronto para analizar en profundidad los efectos que esta pandemia puede tener a largo plazo en la actividad de M&A, lo cierto es que ya empiezan a advertirse sus primeras consecuencias tanto en procesos de venta abiertos como en transacciones ya firmadas pero aún pendientes de cierre. "Desde el inicio de la pandemia, se ha

producido una cierta ralentización del mercado derivada de la incertidumbre generada por una situación de esta magnitud. Durante las próximas semanas y meses va a ser necesario articular mecanismos que ayuden a las partes a adquirir la confianza necesaria para concluir operaciones de inversión, siendo las cláusulas MAC una de las alternativas más conocidas para este propósito”, comenta **Rafael Saez, Counsel de M&A de CMS-Albiñana & Suárez de Lezo**. Y es que, en momentos como el actual, marcados por la alta incertidumbre económica y la volatilidad de los mercados, la parte compradora y, en especial, el inversor extranjero, suele requerir que el contrato de compraventa recoja una protección especial ante eventuales cambios adversos en el entorno. “Para dar respuesta a esta tendencia, comienza a ser cada vez más frecuente granjear esta protección a través de las cláusulas MAC, muy habituales hace unos años. Antes era una cláusula contractual muy de nicho, exclusiva. Ahora el conocimiento sobre ellas empieza a ser normal en nuestro ordenamiento. Los clientes que tienen experiencia internacional son conocedores y la demandan”, afirma **Raquel García-Argudo Mendes, Socia de Corporate & China Desk de ECIJA**. Las cláusulas MAC dan a alguna o ambas partes (típicamente al comprador) el derecho de resolver el contrato o, al menos, a tener la oportunidad de renegociar sus términos sin cerrar la transacción, siempre que el negocio sufra un cambio que, objetivamente, altere las circunstancias, produciendo un daño efectivo para el comprador, que tendrá que probar que este cambio efectivamente se ha dado. No obstante, también puede otorgar cierta protección al vendedor si el objeto del negocio es, por ejemplo, el intercambio de acciones o el cambio de acciones por dinero. En general, su objetivo es ayudar a las partes a gestionar el riesgo inherente a una adquisición, especialmente en aquellos deals en los que entre la firma del acuerdo y el cierre definitivo de la operación hay un periodo de tiempo en el que pueden surgir cambios imprevistos y relevantes que afecten de manera adversa al negocio del target. Esta necesidad de protección cobra aún mayor relevancia en situaciones de gran incertidumbre económica, política y social, como la crisis generada por el Covid-19, en las que es importante haber establecido previamente en el contrato si el comprador continúa obligado a cerrar la operación y pagar el precio acordado o, por el contrario, puede desistir del contrato, como suele ser más habitual, renegociar los términos del mismo sin incurrir en responsabilidad por incumplimiento contractual. “Así, frente a la fuerza mayor, que queda confinada a los límites previstos en el artículo 1.105 del Código Civil (imprevisibilidad o inevitabilidad) y el principio *rebus sic stantibus*, que está sometido a una aplicación restrictiva por parte de la jurisprudencia y sólo da lugar a la revisión de las obligaciones de un contrato, las cláusulas MAC permiten que las partes regulen libremente los supuestos de terminación anticipada del contrato en virtud del principio de autonomía de la voluntad”, comenta la **Socia de ECIJA**. Precisamente, el gran atractivo de estas cláusulas reside en su flexibilidad. “Tanto la negociación entre las partes y las particularidades de cada caso, como los hechos que deben considerarse como cambio sustancial y que, por lo tanto, dan derecho a activar esta cláusula o las consecuencias jurídicas de activarla son exclusivas de cada acuerdo”, recuerda **García-Argudo**. En cualquier caso, existen una serie de características comunes en su redacción. Las fórmulas que pueden utilizarse para establecer esta protección pueden ser múltiples desde condiciones

suspensivas, hasta posibles recortes de precio, indemnizaciones o, incluso, la resolución del contrato en casos muy extremos.

En relación con operaciones de financiación, las cláusulas MAC tienen implicaciones significativas para el deudor. En opinión de **Frasquet**, “con carácter general, los MAC se contemplan en los contratos de financiación como supuestos de incumplimiento (event of default) que, teóricamente, pueden dar al vencimiento anticipado de la financiación (si bien, este efecto es excepcional y difícilmente aplicable en la mayoría de los casos en contratos sometidos a ley española) y a la prohibición de disposiciones de la financiación y de distribuciones a socios o accionistas. Habrá que realizar un análisis particular caso por caso en base a los términos específicos de cada contrato y las particularidades de cada operación, pero, junto a la cláusula MAC, los contratos de financiación ya contemplan otro tipo de previsiones que pueden otorgar una cobertura similar a las entidades financiadoras a través de las obligaciones generales del financiado o del cumplimiento de las manifestaciones y garantías”.

“ Durante las próximas semanas y meses va a ser necesario articular mecanismos que ayuden a las partes a adquirir la confianza necesaria para concluir operaciones de inversión, siendo las cláusulas MAC una de las alternativas más conocidas para este propósito ”

AUSENTE EN UN MERCADO SELLER-FRIENDLY

Durante la última gran crisis financiera, las cláusulas MAC trataron de proteger a las partes de las operaciones de M&A de eventos macroeconómicos que pudieran afectar de forma grave a la transacción, de forma que no se produjera un desequilibrio en las prestaciones que no pudiera ser afrontado por alguna de ellas, pero con el cambio de ciclo su uso se redujo. De hecho, hasta hace unas semanas, en España, la utilización de este tipo de cláusulas era frecuente en la praxis contractual (un 40% de los contratos de adquisición de empresas celebrados en nuestro país cuentan con una cláusula MAC), pero estaba muy lejos de su implantación en los mercados anglosajones, donde la práctica totalidad de los acuerdos de M&A incluyen cláusulas de este tipo. Así, en palabras de **Ignacio Hornedo, Socio de Allen & Overy**, la presencia de las disposiciones MAC en los contratos españoles ha sido especialmente baja en los últimos ejercicios: “El MAC es, efectivamente, poco común en España y, en general, en Europa. En estas regiones, menos del 20% de nuestras operaciones de M&A con firma y cierre no simultáneos incluían cláusulas MAC. Esto es lógico en un mercado que en los últimos años ha sido claramente pro vendedor, obligando a los compradores a tomar el riesgo

del negocio desde la firma del contrato, aunque el cierre se produzca con posterioridad. En cambio en EE.UU. y países emergentes, la cláusula MAC es estándar”.

“ Estamos negociando cláusulas que se refieren expresamente al Covid-19 o a los efectos que puedan tener pandemias similares en el futuro, como un riesgo conocido y aceptado, que impide por ello a las partes liberarse de cumplir con sus obligaciones o dejar de hacerlo en plazo, así como resolver el contrato ”

Por ello, el regreso de este tipo de cláusulas muestra un cambio mucho más profundo. El buen momento del ciclo que la economía española ha vivido en los últimos años había derivado en un mercado vendedor. La abundante liquidez, la competencia y la presión inversora habían dado mucho poder a la parte vendedora que podía no sólo imponer precios altos sino también establecer condiciones que le garantizaran los mejores resultados. En ese contexto, se limitó al máximo la responsabilidad del vendedor post cierre, llegando incluso a la desaparición de las manifestaciones y garantías en algunos contratos de compraventa. Sin embargo, “la cláusula MAC determina que el riesgo derivado de los posibles cambios recaiga sobre el vendedor hasta un momento posterior (generalmente, la fecha de cierre). Se establecen claramente en beneficio del comprador, por lo que es lógico que, en este entorno pro vendedor, con procesos de subasta muy competitivos en los que participan numerosos potenciales compradores con gran capacidad de inversión, los vendedores hayan rechazado aceptar cláusulas MAC, al tiempo que los compradores se han visto obligados a renunciar a la protección de estas cláusulas y a aceptar la asunción del riesgo de la operación para hacerse con el activo”, expone el **Socio de Herbert Smith**. Ahora, la crisis del Covid-19 y su importante impacto en las empresas de todo el mundo han devuelto al comprador el poder que había perdido en los últimos ejercicios. Si antes renunciaba a cierta seguridad por hacerse con interesantes oportunidades en el mercado, ahora el inversor no está dispuesto a asumir riesgos innecesarios y ha optado por recuperar cláusulas que le protejan de posibles cambios adversos en los contratos de compraventa.

INCERTIDUMBRE FUTURA

La magnitud total, el alcance y la duración del impacto del virus estarán determinados en gran medida por el éxito de la respuesta mundial al brote, que todavía está evolucionando. Lo único que parece claro es que el avance de la pandemia ha dejado en el limbo muchos acuerdos de M&A que llevará un cierto tiempo renegociar y que posiblemente se demoren más de lo previsto. Los riesgos que el comprador puede percibir en determinadas operaciones en las que antes tenía una

proyección muy clara dejarán en el camino muchos procesos e, incluso, podrían evitar que se materialicen contratos ya firmados. Según el **Socio de Allen & Overy**, “en general, muchas negociaciones se han paralizado, a la espera de que pase el temporal y puedan valorarse los activos en el nuevo escenario. Lo que sí estamos viendo en operaciones que estaban ya muy avanzadas al inicio del Covid-19 pero que hemos conseguido (o seguimos intentando) firmar, es que es muy habitual que las partes quieran dejar bien amarrados conceptos como la fuerza mayor, el cambio material adverso, etc. Estamos negociando cláusulas que se refieren expresamente al Covid-19 o a los efectos que puedan tener pandemias similares en el futuro, como un riesgo conocido y aceptado, que impide por ello a las partes liberarse de cumplir con sus obligaciones o dejar de hacerlo en plazo, así como resolver el contrato”.

Entre los expertos no cabe duda de que, de cara a los próximos meses y al igual que ocurrió en crisis anteriores, todas las partes que intervienen en los procesos de M&A volverán a ser más cautelosas y tratarán de cubrir al máximo los riesgos que puedan derivarse de situaciones imprevistas o del actual clima de incertidumbre. “Muchos de los actores del mercado (como, por ejemplo, fondos de capital riesgo) y sus equipos están inmersos en el análisis de la situación y sus efectos y en la elaboración de planes de contingencia en sus organizaciones y en las compañías de su portfolio. Esta mayor dedicación a este tipo de tareas conlleva una ralentización en el proceso de ejecución o negociación de algunas operaciones y, en otros casos, una reevaluación de sus términos. En cualquier caso, no es descartable que muchos de los deals en curso y otros procesos que se esperaban lanzar en los dos primeros trimestres del ejercicio, queden suspendidos hasta que se tenga una mayor claridad sobre la evolución de la crisis y de sus efectos”, opina **Frasquet**. Estas cautelas podrían cambiar la tendencia de mercado, pasando de una posición pro vendedora a una pro compradora, en las que las cláusulas MAC ganen enteros. En palabras de **Peña**, “todo parece indicar que durante los meses que sigan a esta crisis sanitaria vamos a asistir a una contracción del apetito comprador, que posiblemente invierta la tendencia seller-friendly imperante durante los últimos años. Los compradores van a ganar fuerza negociadora y los vendedores van a tener más dificultades para evitar la inclusión de este tipo de cláusulas. Además, y hasta que se encuentre una vacuna o remedio efectivo contra el virus, la desconfianza ante la amenaza de un rebrote va a planear sobre el mercado, haciendo que los compradores valoren la inclusión de las cláusulas MAC dentro de sus líneas rojas, buscando una distribución de riesgos conservadora ante futuros nuevos brotes de la epidemia”. Dicho esto, para **Frasquet**, es difícil afirmar si el uso de estas cláusulas se va a generalizar y si las mismas han vuelto para quedarse. Dependerá fundamentalmente de si se llega a producir un cambio en la tendencia del actual mercado pro vendedor a uno más favorable a la posición compradora, algo igualmente complicado de predecir en un mercado en el que la capacidad inversora o dry powder de muchos inversores financieros sigue siendo significativa y en el que cabe esperar que, aunque en menor número, siga habiendo procesos de venta altamente competitivos en los que la fuerza negociadora del vendedor obligará a los compradores a renunciar a la protección de la cláusula MAC. “En todo caso, creo que estas disposiciones volverán a ser un elemento a negociar nuevamente en muchas operaciones y que

acabarán o no finalmente incluidas en las versiones de firma de los contratos en función de las particularidades de cada proceso de venta (y, en particular, de la fuerza negociadora que tengan vendedor y comprador)”, expone.

Lo cierto es que, en operaciones de compraventa que se encuentren actualmente pendientes de cierre, va a ser crucial analizar el texto de la cláusula MAC que se incluyó en la firma del contrato, debiendo analizar, asimismo, las posibles consecuencias que va a acarrear el Covid-19 en la situación futura del target y, por tanto, en el cierre definitivo de la transacción. En particular, será importante conocer cómo estas circunstancias pueden afectar a los importes acordados, los earn-out vinculados a hitos futuros o posibles opciones de compra. Para determinarlo, las partes deberán revisar en detalle las disposiciones para interpretar estas definiciones y determinar el impacto de esta emergencia sanitaria en el contrato correspondiente. “La redacción y negociación de este tipo de cláusulas –ya compleja de por sí en cualquier caso– se hace especialmente complicada al referirse a la situación de efectos desconocidos (especialmente en los mercados financieros o de deuda) a corto, medio y largo plazo como la derivada de la crisis del Covid-19. Son estos efectos desconocidos los que, en último término, podrían determinar la concurrencia del cambio material adverso y, por tanto, los efectos contractuales derivados del mismo”, señala el Socio de **Herbert Smith**.

“ **Uno de los grandes cambios en los contratos de M&A de los últimos años está en el seguro de W&I. Mientras que en 2015 lo vimos en el 29% de los exit de private equities y en un 7% del resto de ventas, en 2019 esos porcentajes ascendieron hasta el 62% y 23%, respectivamente** ”

También muchas compañías han empezado a evaluar transacciones recientemente firmadas y pendientes de cierre en base a la aplicación de cláusulas de fuerza mayor y de *rebus sic stantibus*, reguladas por el Código Civil e implícitas en todos los contratos por su carácter legal, que recogen que una alteración imprevisible y grave de las bases del contrato puede llevar a la modificación o extinción de las obligaciones. “En la realidad a la que nos enfrentamos en los próximos meses e, incluso, años, todo puede pasar. Puede haber muchos casos de incumplimiento alegando causas de fuerza mayor y por supuesto cláusulas MAC. Vivimos en una situación que va a suponer un punto de inflexión en muchas industrias, y ello se va a ver reflejado en los contratos. En términos generales, la crisis del Covid-19 afecta de forma negativa a las inversiones internacionales, las empresas privadas tienen un creciente problema de liquidez, y la tendencia de consumo se recuperará, pero de forma lenta. En la circunstancia actual, “*Cash is King*”, quien tenga liquidez tiene músculo de reacción”, opina **García-Argudo**. A tal efecto, junto con la revisión del clausulado específico de cada contrato, deberá valorarse la

posible eventual aplicación del principio *rebus sic stantibus* o de causa de fuerza mayor que pueda determinar una resolución de la compraventa o una modificación de los términos de la operación, lo que podría desembocar en una oleada de litigios entre las partes. En ocasiones, el vendedor puede pensar que el comprador está utilizando la situación excepcional para forzar una bajada del precio o para retirarse de la transacción, mientras que el comprador puede haber perdido interés en el activo o simplemente apreciar debilidades en el target que le inviten a estudiar con más calma la inversión.

“ **Está por ver cómo evoluciona esta tendencia por el previsible viraje de la fuerza negociadora hacia los compradores como consecuencia de la crisis del Covid-19. El aumento de la volatilidad en el valor de las empresas puede desincentivar el uso del locked-box por los compradores** ”

Para evitar acabar en los tribunales, los expertos recuerdan la importancia haber negociado cláusulas MAC previamente en el contrato de compraventa. Éstas no sólo favorecen la seguridad jurídica de la operación, sino que además reducen la discrecionalidad de los tribunales que llevan a cabo su interpretación. Sin embargo, hay tener en cuenta que la utilidad de este tipo de cláusulas dependerá fundamentalmente del acierto en su redacción. En operaciones de gran complejidad, como las compraventas de empresas, las cláusulas MAC requieren de una redacción precisa, de forma que se pueda identificar claramente cuando concurre el supuesto de hecho, esto es, el cambio material adverso. El fracaso en redactar correctamente una cláusula MAC puede resultar en la pérdida de su eficacia y en futuras discrepancias. “Precisamente es esta necesidad de encontrar el equilibrio entre precisión y amplitud lo que requiere un gran rigor jurídico y una técnica depurada para redactar una cláusula MAC que sea efectiva y fiel a su propósito. Por ello, del asesoramiento adecuado para negociar la cláusula MAC del contrato dependerá tanto la utilidad de dicha cláusula, como la capacidad de las partes para prevenir futuras controversias que acaben en los tribunales”, concluye la **Socia de ECIJA**.

AJUSTES DE PRECIOS Y SEGUROS W&I

Como consecuencia del mercado pro vendedor de los últimos ejercicios, otra de las principales tendencias de los contratos de M&A se basa en la reducción de la responsabilidad del vendedor. “El importe máximo de responsabilidad, que, junto con las cláusulas de minimis y de basket constituyen los límites cuantitativos de la responsabilidad del vendedor, es, generalmente, objeto de una amplia negociación en operaciones de

M&A. Según el M&A Study, en el 65% de las operaciones cerradas durante 2019 se estableció un límite de responsabilidad inferior al precio, en el 10% no se fijó un límite cuantitativo de responsabilidad (si bien este tipo de acuerdos son cada vez menos frecuentes) y en el 25% restante de las operaciones de M&A se estableció un límite de responsabilidad igual al precio de compraventa", apunta **Saez**. Por lo que se refiere a las cláusulas de minimis, su uso se ha consolidado en Europa. Sin embargo, se ha reducido el número de acuerdos con cláusulas de basket, ante el auge de los seguros de W&I. Según **Hornedo**, las cláusulas de minimis y de basket se han convertido en un estándar en los contratos de M&A: "Los límites financieros a la responsabilidad del vendedor están relativamente estandarizados. Existen diferencias relevantes por regiones y por tamaño de la operación, pero podemos decir que, como media, un *de minimis* se sitúa en el 0,1% del valor de la operación y las franquicias, en unas 10x el importe del *de minimis*, variando también en función de si opera como auténtica franquicia (*deductible*) o como límite (*tiping basket*)". En esta línea, uno de los elementos que se ha popularizado en los últimos años y continúa al alza es el uso del seguro de manifestaciones y garantías (W&I), que trasfieren el riesgo de incumplimiento derivado de las manifestaciones y garantías recogidas en el contrato de compraventa a la aseguradora. Para el **Socio de Allen & Overy**, "éste es uno de los grandes cambios de los últimos años. Mientras que en 2015 vimos una póliza de W&I en el 29% de los exit de private equities y en un 7% del resto de ventas, en 2019 esos porcentajes habían ascendido hasta el 62% para private equities y 23% para el resto de vendedores. Este producto facilita la operación cuando está previsto desde el primer momento, pero ha supuesto muchos dolores de cabeza cuando se deja su negociación para el final, cuando las partes tienen ya un acuerdo en prácticamente todo lo importante. A la vez, un efecto evidente es que en operaciones con pólizas de W&I pierde sentido negociar un escrow como elemento de garantía, que probablemente era lo más habitual en el pasado. Hay clientes que siguen dudando de las bondades del producto y probablemente aún falte algo de track record en las indemnizaciones efectivamente abonadas por las compañías aseguradoras, pero nuestra visión es que el producto llegó para quedarse".

En general, los ajustes de precio siguen siendo una práctica habitual en las operaciones de M&A. Según el M&A Study de CMS, este tipo de mecanismos han estado presentes en el 50% de las operaciones cerradas en los países del sur de Europa durante los últimos tres años, aunque su uso ha sufrido un descenso moderado. "Se introducen, principalmente, en beneficio del comprador, dado que le proporciona más garantías de que el precio que va a pagar se ajuste al Enterprise Value cuando toma posesión efectiva de la empresa. Adicionalmente, ayuda-

rían a reducir el impacto negativo que sobre dicha valoración pudiera tener la gestión de la sociedad por el vendedor durante el periodo de tiempo que transcurra entre la firma y el cierre de la operación. Por tanto, la presión que ejercen los vendedores y su deseo de tener certeza en cuanto al precio han hecho decaer ligeramente este mecanismo en las operaciones de M&A, empujando a los compradores a proteger sus intereses acudiendo a otros mecanismos como podrían ser la limitación o prohibición de salidas de caja (*leakages*), la regulación de la gestión de la sociedad target durante el periodo interino, o las cláusulas MAC", comenta **Peña**. Frente a ellos, se nota una tendencia alcista de la estructura de locked-box, principalmente debido a que este mecanismo permite simplificar la redacción y negociación del contrato y aporta certeza sobre el precio. En opinión de **Hornedo**, "en el periodo 2015-2020, las operaciones de A&O pasaron de incluir una estructura de precio locked-box en el 43% de los contratos al 63% en 2019. La gestión de la operación y el traspaso de poderes al cierre se simplifica bastante, así como el propio contrato. Es cierto que este esquema tiene especial predicamento en negocios con flujos de caja estables, como pueden ser muchos negocios de energía o infraestructuras. Y, por otra parte, también en esto hay diferencias por regiones ya que, por ejemplo, el estándar absoluto en EE.UU. es el ajuste de precio al cierre como contraposición al locked-box. Por otro lado, identificamos un incremento de los earn-outs, sobre todo en 2017 y 2018. En general, atribuimos esa tendencia a la multiplicación de operaciones de negocios donde la innovación es un componente crítico del valor y suele existir un gap de valoración que el earn-out permite cubrir. En 2018, por ejemplo, el 72% de las operaciones en las que había una cláusula de earn-out fueron ventas por parte de fundadores o del management en compañías del sector tecnológico". De hecho, la mayoría de los fondos de capital riesgo suelen tener preferencia por el uso del mecanismo de locked-box, especialmente cuando actúan como vendedores, por la necesidad de certidumbre que tienen a la hora de planificar y ejecutar sus inversiones, mientras que el venture capital suele optar por los earn-out, más frecuentes en operaciones de tamaño pequeño y mediano y en sectores con un fuerte componente científico y tecnológico, en los que los vendedores suelen retener parte del capital y de la gestión. No obstante, el **Socio de CMS** recuerda que "está por ver cómo evoluciona esta tendencia por el previsible viraje de la fuerza negociadora hacia los compradores como consecuencia de la crisis del Covid-19. Además, el aumento de la volatilidad en el valor de las empresas puede desincentivar el uso del locked-box por los compradores, quienes pueden mostrarse reacios a fijar un precio inamovible meses antes de la fecha de cierre de las operaciones".