

UNIVERSIDAD ESAN

Las Fusiones y Adquisiciones en el Perú  
Importación de cláusulas del Derecho Norteamericano y su implementación en las  
operaciones de adquisición empresariales

Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos para obtener el grado de  
Maestro en Finanzas y Derecho Corporativo por:

Manuel André Calampa Villaorduña  
Manuel Javier Vargas Castillo

Programa de Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

Lima, 22 de setiembre de 2017

Esta tesis

LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL PERÚ  
IMPORTACIÓN DE CLÁUSULAS DEL DERECHO NORTEAMERICANO Y SU  
IMPLEMENTACIÓN EN LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN  
EMPRESARIALES

ha sido aprobada.

.....  
Paulo Comitre Berry (Jurado)

.....  
Patricia García Santillán (Jurado)

.....  
Carlos Enrique Arata Delgado (Asesor)

.....  
Javier Ezeta Ferrand (Asesor)

Universidad Esan

2017

*A Dios por ser el arquitecto de mi vida,  
a mis padres por su incansable sacrificio y dedicación y  
a Lorena por su gran amor y apoyo incondicional.*  
(Manuel Calampa Villaorduña)

*A mis padres, agradecido por todo el sacrificio, ejemplo y  
cariño brindado durante siempre. Me llevo todas sus enseñanzas  
y lo mejor de ellos... su gran amor.*  
*Para aquella persona quien con su amor me enseñó que los sueños se persiguen hasta  
que se vuelven realidad... ella es mi sueño, ella es mi realidad.*  
(Manuel Vargas Castillo)

## ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.....	1
CAPÍTULO II. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN Y MARCO TEÓRICO .....	6
CAPÍTULO III. ANÁLISIS DEL ENTORNO.....	13
CAPÍTULO IV. CONCEPTUALIZACIÓN CONTEMPORÁNEA DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIÓN DE EMPRESAS.....	19
4.1    Concepto Económico de la Fusión .....	19
4.2    Concepto Jurídico de la Fusión .....	22
4.3    Distinción con las demás formas de reestructuración corporativa .....	266
CAPÍTULO V. ¿POR QUÉ SE FUSIONAN LAS EMPRESAS? MOTIVACIONES PARA LLEVAR A CABO UNA OPERACIÓN DE M&A .....	28
5.1.    Búsqueda de la sinergia corporativa .....	28
5.2    Viabilidad de la Fusión.....	31
5.2.1    Argumentos a favor de la Fusión (Ventajas).....	311
5.2.2    Argumentos con grado de incertidumbre (Posibles desventajas).....	333
CAPÍTULO VI. OPERATIVIDAD DE LA ADQUISICIÓN EMPRESARIAL (M&A) .....	376
6.1    Modalidades de Fusiones.....	37
6.1.1    Fusión por incorporación.....	377
6.1.2    Fusión por absorción.....	38
6.1.3    Compra de acciones y compra de activos.....	400
6.1.4.    La Escisión como mecanismo de adquisición/creación del negocio .....	444
6.2    Principales características de las F&A.....	466
6.2.1    Unificación societaria: Conjunción de Órganos de Gestión .....	466
6.2.2    Transmisión patrimonial en bloques y a título universal .....	477
6.2.3    Extinción de las sociedades incorporadas a la absorbente .....	477
6.2.4    Vinculación de los nuevos accionistas .....	48
6.3    Negociación previa a la adquisición .....	500
6.3.1    Memo of Understanding (MOU).....	500
6.3.2.    Acuerdo de Accionistas (Shareholders Agreement).....	59
CAPÍTULO VII. CONVENIENCIA DEL DUE DILIGENCE CORPORATIVO: ELEMENTOS PREVIOS A LA VINCULACIÓN CONTRACTUAL DE LA F&A.....	611
7.1    El “Due Diligence” en la actualidad: utilización práctica y principales efectos de su adopción .....	611
7.2    Ítems a analizarse dentro de un Due Diligence .....	633
7.3    Tipos de Due Diligence dentro de un proceso de M&A .....	68
7.4    El Data Room y el Virtual Data Room.....	700
7.5    El rol del abogado dentro de la revisión documentaria del Due Diligence .....	733
7.6    “Due Diligence Report”: Contenido final del reporte y su utilidad.....	744
7.7    Revisión de documentos corporativos y libros contables .....	757
CAPÍTULO VIII. ESTRUCTURA DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE ACCIONES DENTRO DE LA NEGOCIACIÓN DE ADQUISICIÓN EMPRESARIAL .....	78
8.1    Estructura y contenido del contrato de compraventa de acciones (Stock Purchase Agreement Content).....	78
CAPÍTULO IX. LA IMPLEMENTACIÓN DE LA CLÁUSULA MAC EN LOS CONTRATOS DE M&A .....	844
9.1    Incorporación de las Cláusulas MAC en las negociaciones de M&A .....	84
9.1.1    Definición de Cláusula Mac y su aplicación en los contratos.....	855
9.1.2    Utilización y finalidad de las Cláusulas MAC en los contratos.....	911
9.1.3    Interpretación de la cláusula MAC.....	955
9.1.4    Elementos del MAC .....	966
9.1.4.1    Necesidad de redacción de materialidad o efecto adverso .....	977

9.1.4.2	Que los cambios sean sustancialmente adversos.....	98
9.1.5	La Cláusula MAC y la posibilidad de resolución contractual .....	1000
9.1.6	Solución a través de arbitraje.....	101
<b>CAPÍTULO X. CONVENIENCIA EN LA IMPLEMENTACIÓN DE CONCEPTOS DEL DERECHO ANGLOSAJÓN AL SISTEMA DE F&amp;A PERUANO (REPS AND WARRANTIES &amp; EARN OUT CLAUSE).....</b>		
10.1	La compañía como <i>target</i> de negociación .....	1055
10.2	La Adquisición de la empresa (establecimiento del precio) .....	106
10.3	La cláusula Earn Out y la valorización de la empresa .....	1077
10.4	Las Declaraciones y Garantías en los M&A.....	1111
10.4.1	Finalidad de la inclusión de las Declaraciones y Garantías en los Contratos 1155	
10.4.1.1	Contenido.....	1155
10.4.1.2	Inexistencia de Garantías Implícitas .....	116
10.4.1.3	Venta sin garantías.....	1166
10.4.1.4	Obligación de saneamiento.....	1177
10.4.1.5	Regulación de la temporalidad.....	1177
10.5	El Sandbagging y Antisandbagging .....	11818
10.6	Incumplimiento, falsedad o inexactitud de las garantías.....	1200
10.7	Existencia y acreditación del daño.....	1211
10.8	La Libertad contractual y estipulación de remedios alternativos .....	122
10.9	La Special Indemnity: limitaciones temporales y de montos dentro de los contratos .....	123
3		
10.10	Necesidad de fijación de un procedimiento de reclamación .....	1255
10.10.1	Reclamación del comprador .....	1266
10.10.2	Reclamación de terceros.....	1266
10.11	Limitaciones de responsabilidad de las partes negociantes.....	1277
10.11.1	Límite temporal.....	12828
10.11.2	Límite respecto al monto.....	12828
<b>CAPÍTULO XI. APLICABILIDAD DE LA REGULACIÓN CIVIL PERUANA Y SUS SEMEJANZAS CON LAS CLÁUSULAS NORTEAMERICANAS.....</b>		
11.1	Acuerdos pre contractuales vinculantes .....	1300
11.1.1	Contrato de Compromiso de Contratar .....	1322
11.1.2	Contrato de Opción.....	1333
11.2	Aplicabilidad de la buena fe contractual .....	1344
11.3	La Causa del Contrato.....	1377
11.3.1	Teorías de la causa: Subjetiva y Objetivas .....	13838
11.3.1.1	Teorías de Causa Objetiva: Causa Abstracta y Causa Concreta .....	13838
11.3.1.2	Teoría de Causa Objetiva: Causa Dirigística-Paternalista Causa Liberal 13939	
11.4	El error en los contratos.....	1400
11.5	Obligaciones de saneamiento .....	1411
11.5.1	Saneamiento por evicción.....	1422
11.5.2	Saneamiento por vicios ocultos.....	1433
11.5.3	Saneamiento por hechos propios del transferente .....	1433
11.6	Excesiva onerosidad de la prestación.....	1444
11.7	Caso fortuito y Fuerza Mayor .....	1444
<b>CAPÍTULO XII. CONCLUSIONES.....</b>		
<b>ANEXO.....</b>		
Anexo I.....		149
Entrevista realizada al Dr. Rafael Boisset Tizón, Socio de Philippi, Prietocarrizosa, Ferrero DU & Uría. ....		149
<b>ANEXO.....</b>		
		152

Anexo II.....	152
Entrevista realizada al Dr. Thomas Thorndike, Socio de Garrigues.....	152
ANEXO.....	155
Anexo III.....	155
Entrevista realizada al Dr. Juan Carlos Escudero, Socio de CMS Grau Abogados.....	155
BIBLIOGRAFÍA.....	158

Quisiéramos agradecer, de forma muy personal, a dos profesionales en particular: nuestros asesores de tesis; profesionales altamente prestigiosos y reconocidos en el ámbito del derecho corporativo a nivel local y extranjero. Profesionales con vasta experiencia y conocimiento en el área del Derecho Corporativo y M&A, personas muy amables quienes se dieron un pequeño tiempo dentro de su apretada agenda para apoyarnos en este trabajo, y de quienes no sólo nos llevamos enseñanzas y apoyo académico, sino también un modelo a aspirar como profesionales:

Carlos Enrique Arata Delgado

Javier Ezeta Ferrand

Asimismo, no quisiéramos dejar pasar la oportunidad para agradecer a otros importantes abogados corporativos y muy reconocidos en su área de especialización; quienes nos apoyaron absolviendo algunas encuestas académicas quienes tuvieron una especial predisposición cuando se enteraron de que nos encontrábamos elaborando este trabajo académico. Para ellos, un especial agradecimiento:

Rafael Boisset Tizón

Thomas Thorndike

Juan Carlos Escudero

## Manuel André Calampa Villaorduña



Maestro (c) en Finanzas y Derecho Corporativo con 5 años de experiencia en derecho corporativo, financiero y administrativo. Con destreza para liderar equipos de alto rendimiento y para el manejo de relaciones interpersonales generando un óptimo clima laboral y mejoras continuas en productividad y eficiencia. Con altos valores éticos, orientación a resultados e interés en seguir desarrollándome profesionalmente en las áreas del derecho corporativo, financiera y administrativo.

### FORMACIÓN ACÁDEMICA

Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo Universidad ESAN	2015-2017
Licenciado en Derecho Universidad de San Ignacio de Loyola	2007-2012

### EXPERIENCIA PROFESIONAL

#### **Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual – Indecopi**

Organismo Público que promueve el mercado, fomenta una cultura de leal y honesta competencia y protege los derechos de los consumidores y todas las formas de propiedad intelectual.

#### **Especialista 2 Comisión de Procedimientos Concursales**

**julio 2015 – a la fecha**

Responsable en la elaboración de proyectos de resolución, de requerimientos de información, cartas, memorándums, informes y demás proveídos en el marco de procedimientos concursales preventivos y ordinarios (reestructuración y disolución y liquidación) iniciados a compañías pertenecientes a diversos sectores económicos tales como el de minería, el de energía, el de construcción, el de manufacturas, el agropecuario, el de servicios, el de comercio, el de transporte, entre otros. Absolución de consultas relativas a la aplicación de la Ley General del Sistema Concursal.

#### **Profesional en Derecho Servicio de Atención al Ciudadano**

**febrero 2014 – junio 2015**

Responsable de la asesoría y orientación respecto a materias tales como derecho concursal, derecho del consumidor, derecho de la competencia y propiedad intelectual, con la finalidad que los administrados puedan presentar solicitudes, reclamos y denuncias administrativas. Atención, registro e impulso del trámite de reclamos y otros métodos alternativos de solución de conflictos en materia de consumo. Conducción de audiencias de conciliación destinadas a solucionar controversias de consumo. Participación en actividades de difusión sobre las materias de competencia del Indecopi.

## **ESTUDIOS COMPLEMENTARIOS**

Diploma de Especialización en Finanzas y Derecho Europeo Instituto Universitario de Derecho y Economía de la Universidad Carlos III de Madrid	2016
Curso de Especialización en Procedimiento Sumarísimo de Protección al Consumidor Escuela Nacional de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual del Indecopi	2015
Curso de Formación en Protección al Consumidor y Arbitraje de Consumo Escuela Nacional de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual del Indecopi	2015
PEE en Derecho Corporativo - Derecho de la Empresa Universidad Esan	2015
Programa de Capacitación en Derecho Administrativo Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas - UPC	2014
Curso de Formación y Capacitación de Conciliadores Extrajudiciales Centro de Formación y Capacitación de Conciliadores Extrajudiciales APECC	2015
Curso Virtual de Protección al Consumidor Escuela Nacional de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual del Indecopi	2014
Curso de Políticas de Competencia y Propiedad Intelectual Escuela Nacional de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual del Indecopi	2014
Diplomado en Derecho del Consumidor Colegio de Abogados de Lima	2014
Programa de Actualización Jurídica Escuela de Altos Estudios Jurídicos - EGACAL	2013
Diplomado en Derecho y Economía: Mención en Regulación Escuela Superior de Derecho, Empresa y Negocios - ESDEN	2012
Diplomado en Derecho Contractual: Enfoque multidisciplinario Escuela de Altos Estudios Jurídicos-EGACAL	2012

## **IDIOMAS**

Inglés – Nivel avanzado

## **MANEJO DE PROGRAMAS**

Microsoft Office – Nivel avanzado

## Manuel Javier Vargas Castillo



Maestro (c) en Finanzas y Derecho Corporativo con 5 años de experiencia en derecho corporativo, societario, fusiones y adquisiciones, estructuración y financiamiento de proyectos (Project Finance) a nivel técnico, legal y financiero. Con destreza para liderar equipos de alto rendimiento y para el manejo de relaciones interpersonales generando un óptimo clima laboral y mejoras continuas en productividad y eficiencia. Con altos valores éticos, orientación a resultados e interés en seguir desarrollándome profesionalmente en las áreas del derecho corporativo financiera.

### FORMACIÓN ACÁDEMICA

Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo Universidad ESAN	2015-2017
Licenciado en Derecho Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas - UPC	2008-2012

### EXPERIENCIA PROFESIONAL

#### **Concesionaria Vial del Perú – Coviperu**

Empresa Concesionaria que opera en la Carretera Panamericana Sur, desde el Puente Pucusana hasta Ica, con la finalidad de poner a disposición de los usuarios una vía segura y cómoda, respetando el medio ambiente y asegurando la rentabilidad de la inversión.

#### **Gerencia Legal**

**enero 2017 – a la fecha**

Encargado de la Gerencia Legal de una de las más importantes concesiones viales del país, encargado de asuntos societarios, contractuales, asesoría legal y financiera de proyectos de financiamiento, así como en Asociaciones Público Privadas. Encargado de la elaboración y negociación de diversos contratos civiles y empresariales, especialmente en el rubro de infraestructura.

#### **Agencia de Promoción de la Inversión Privada – Proinversión**

Organismo Público que promueve la participación de la inversión privada en servicios públicos y obras públicas de infraestructura a través de asociaciones público-privadas y el mecanismo de obras por impuestos.

#### **Abogado**

**noviembre 2015 – diciembre 2016**

Asesoría corporativa, societaria y financiera a inversionistas extranjeros y nacionales, así como en estructuración financiera y asuntos contractuales a inversionistas. Elaboración legal-económica de convenios de estabilidad jurídica y contratos de inversión (recuperación anticipada de IGV) suscritos en los principales sectores de la economía. Asesoría legal-corporativa, financiera y regulatoria a inversionistas extranjeros para la realización de inversiones en proyectos nacionales (Project Finance), con especial incidencia en sector energético, telecomunicaciones, hidrocarburos e infraestructura. Esto incluye la asesoría legal a los inversionistas que les permita implementar el más eficiente vehículo corporativo, financiero y regulatorio.

### **Óptima Inversiones Perú - Fondo de Inversión**

Empresa dedicada a la gestión de fondos de inversión privados, cuyos certificados de participación se colocan exclusivamente a través de la oferta privada, en los diversos sectores económicos del país.

**Abogado**

**julio 2015 – octubre 2015**

Abogado encargado de los asuntos corporativos de la empresa (contractuales, societarios y financieros). Negociación y elaboración de contratos de financiamiento de importantes empresas en el país en busca de financiamiento a través de Fondos de inversión. Elaboración de Reglamentos de Fondos de Inversión, Fideicomisos, constitución de garantías, así como Certificados de Participación y contratos relacionados. Encargado de temas vinculados a Mercado de Valores, así como en asuntos tributarios relacionados a Fondos de Inversión. De igual manera, soporte en trámites ante entidades administrativas relacionados al mercado de valores y de financiamiento.

### **Estudio Torres y Torres Lara Abogados**

Empresa dedicada a la prestación de servicios jurídicos en el ámbito corporativo, laboral, procesal, tributario, consumidor, competencia, entre otros.

**Abogado asociado - Área corporativa**

**diciembre 2014 – junio 2015**

Abogado encargado de asuntos corporativos de diversa índole, elaboración y negociación de contratos civiles y comerciales de empresas nacionales y empresas extranjeras, así como en la asesoría de estructuras corporativas más beneficiosas. Adicionalmente, me desempeñé en las áreas de Derecho Financiero, Derecho Bancario y de Mercado de valores, asesorando a diversas empresas que operan en estos sectores.

### **Estudio Sacovertiz Abogados**

Empresa dedicada a la prestación de servicios jurídicos en el ámbito bancario, financiero, del mercado de capitales, fusiones y adquisiciones, minería, corporativo, comercial, aeronáutico, laboral, tributario y comercio exterior, entre otros.

**Abogado asociado - Área corporativa**

**abril 2014 – noviembre 2014**

Abogado encargado de asesoría legal de empresas nacionales y extranjeras, específicamente en las áreas de derecho corporativo, derecho societario, contratos, derecho financiero y bancario, mercado de capitales, fideicomisos; así como en aspectos regulatorios, administrativos y de inversión privada de inversionistas extranjeros.

### **Finance & Regulation Institute – ESAN.**

Empresa dedicada a la prestación de servicios de consultorías y asesorías especializada en temas económicos, financieros, regulatorios y legales.

**Abogado – Consultor**

**octubre 2013 – febrero 2014**

He participado en diversas consultorías referidas a inversión extranjera y mecanismos de inversión extranjera; así como en diversas consultorías externas en temas referidos a financiamientos empresariales, aspectos económicos y regulatorios de empresas petroleras, empresas energéticas y entidades gubernamentales en las que se requerían análisis financiero, económico y legal de procesos de inversión privada, tanto de empresas nacionales como de empresas extranjeras.

### **Gambell Group**

Empresa dedicada a la prestación de servicios integrales de asesoría y consultoría en proyectos de ingeniería, arquitectura, economía, legal, contable y ambiental

**Asesor Legal Corporativo**

**enero 2013 – septiembre 2013**

Asesoría legal en las áreas de Derecho Societario, Contractual y financiamiento de las empresas del grupo. Apoyo en consultorías legales, económicas y financieras de proyectos de inversión en los que participaba el grupo.

### **ESTUDIOS COMPLEMENTARIOS**

Diploma de Especialización en Finanzas y Derecho Europeo Instituto Universitario de Derecho y Economía de la Universidad Carlos III de Madrid	2016
Especialización en Banca y Mercado de Capitales Círculo de Derecho Administrativo. Pontificia Universidad Católica del Perú	2013
Curso De Procedimiento Administrativo General Contraloría General de la República	2012

### **IDIOMAS**

Inglés – Nivel avanzado

### **MANEJO DE PROGRAMAS**

Microsoft Office – Nivel avanzado

## RESUMEN EJECUTIVO



UNIVERSIDAD  
**esan**

Universidad	Universidad ESAN
Escuela de Postgrado	Escuela de Administración de Negocios para Graduados
Título de la Tesis:	<b>Las Fusiones y Adquisiciones en el Perú. Implementación de las cláusulas del Derecho norteamericano y su implementación en las operaciones de adquisición empresariales</b>
Área de Investigación	Finanzas y Derecho Corporativo
Autores:	Manuel Calampa Villaorduña DNI 46301261 Manuel Javier Vargas Castillo DNI 70127941
Grado Profesional	Maestro en Finanzas y Derecho Corporativo.
Año de aprobación sustentación	2017

### RESUMEN:

Teniendo en cuenta la necesidad que existe en la actualidad de que los abogados corporativos manejen conceptos propios del derecho corporativo norteamericano dentro de la elaboración de los contratos de Fusiones y Adquisiciones, se ha podido evidenciar la necesidad de implementar la experiencia estadounidense dentro de la ingeniería contractual corporativa peruana, importando determinadas cláusulas y herramientas del derecho corporativo americano. Probablemente, la principal disyuntiva ante la que nos encontraremos es la importación de herramientas, figuras e instituciones propias de un sistema legal distinto al nuestro; es decir, incorporar figuras contractuales del Common Law americano al Civil Law peruano.

Para tal finalidad, hemos dividido nuestro trabajo en capítulos que nos permiten poder estudiar convenientemente estas figuras de índole jurídico-empresarial.

El primer capítulo de esta tesis busca entender el correcto significado y trascendencia de las operaciones de fusiones y adquisiciones, de manera tal que el lector pueda entender cuándo es que se topa ante cada una de estas figuras.

En el segundo capítulo, se analizan las razones por las cuales se llevan a cabo las fusiones, estudiándose los motivos que impulsan, tanto a compradores como a vendedores, a optar por cada uno de estos mecanismos de transferencia de titularidad de la empresa.

En el tercer capítulo, se busca realizar un análisis de cómo es que se materializan, subjetiva y objetivamente, las operaciones de M&A, estudiándose sus principales modalidades y características.

En el siguiente capítulo, se realiza un estudio al Due Diligence, que es considerado por parte de la doctrina como un procedimiento y, también, una cláusula que debe estar siempre presente dentro de una negociación de adquisición empresarial vía fusión o adquisición, a fin de poder analizar y estudiar previamente a la empresa target con el objetivo de identificar y mitigar contingencias tributarias, contractuales, laborales, contables, financieras, etc.

Subsecuentemente, se estudia la estructura propia de un contrato de compraventa de acciones peruano bajo la influencia del derecho corporativo norteamericano y cómo es que se incluyen determinadas cláusulas en este tipo de contratos, brindándole al derecho corporativo y civil peruano y un enriquecimiento (no alterado) de la influencia anglosajona.

Después, se analiza, de manera separada, la implementación de la cláusula MAC (Material Adverse Change) que, para algunos debe ser considerada como una cláusula interna y, para otros, como una situación objetiva innecesaria que debe ser negociada de manera aislada e independiente. Por esta razón, se ha considerado decidido analizar el desarrollo de la cláusula MAC dentro de la ingeniería contractual norteamericana y cómo es que ésta ha influido en los actuales contratos de compraventa peruanos.

Adicionalmente, se ha analizado también en un capítulo independiente, las principales cláusulas que se incluyen dentro de una negociación bajo las leyes americanas, tales como la implementación de una cláusula sobre ajuste del precio (Earn Out), Declaraciones y Manifestaciones Contractuales (Reps & Warranties), entre otras.

Finalmente, la tesis incluye el análisis civilista, específicamente en las reglas contractuales en las que el sistema americano y peruano tienen semejanzas y divergencias, por lo que se ha considerado necesario incluir y desarrollar este capítulo de manera aislada.

Adicionalmente, se ha procedido a realizar unas entrevistas a algunos abogados corporativos de especial renombre, a fin de que puedan brindar sus impresiones en relación al desarrollo del presente trabajo, que permiten dar una noción práctica y experimental respecto a la importación de cláusulas norteamericanas a las operaciones de M&A.

*Resumen elaborado por los autores*

## CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

Las operaciones de Fusiones y Adquisiciones en el Perú han venido siendo más notorias durante los últimos años, como resultado del auge y crecimiento económico experimentado en la última década. Si bien es cierto que, probablemente los últimos doce meses no han tenido el crecimiento constante que ha tenido la economía peruana durante la última década, esto no ha sido impedimento que haya desacelerado considerablemente la fiebre de Fusiones y Adquisiciones en el Perú.

Conocido también como M&A (Merger & Acquisitions, las operaciones de Fusiones y Adquisiciones, si bien son similares, son operaciones completamente distintas y diferenciadas no solo en su negociación, sino también en las cláusulas que se incluyen en cada caso en particular, y es lo que se pretende dejar sentado desde un inicio en este trabajo. El tratamiento y especificación de cada figura serán tratadas de forma conjunta en la presente tesis, sin embargo, es conveniente advertir sobre la diferenciación de cada una de estas figuras.

Se debe adelantar al lector de la presente tesis es que, con matices distintos, cada una de estas figuras tiene un punto de convergencia en común, que es la concentración empresarial y sinergia corporativa. Como se verá más adelante, las operaciones de M&A buscan aunar y juntar el capital, conocimiento, procesos de producción, posición en el mercado, directivos; en fin, todos aquellos factores propios de una empresa y que se encuentra atraída por otra empresa o, incluso, un grupo empresarial. Más adelante se analizarán las principales razones por las que se llevan a cabo las operaciones de M&A, buscándose que esta introducción proporcione los aspectos básicos de las operaciones de Fusiones y Adquisiciones en el Perú.

Este tipo de operaciones han venido siendo más comunes no solo en el Perú sino que constituye, probablemente, una de las prácticas corporativas más usuales a nivel mundial, teniendo como principal foco de inicio, las realizadas en estado norteamericano. Se debe adelantar que, hoy por hoy, el Perú se encuentra en un

proceso en el que se viene adaptando a los diferentes cambios regulatorios y comerciales acaecidos en el mundo. Probablemente, Perú, a nivel de avance en operaciones de M&A, se encuentre a la altura de mercados sofisticados a nivel latinoamericano más avanzados en técnicas de M&A, como son el caso de Chile, Colombia y Brasil. Esto se debe a la cantidad de actores y factores que intervienen en la economía peruana, que ha venido ganándose un importante mercado en poco tiempo.

Ahora, resulta sumamente importante tener en cuenta el lado de la negociación en la que se encuentra cada una de las partes, ya que la regulación y tratamiento que tendrá en uno u otro caso dependerá de la asesoría que se brinde, sea que se acompañe al vendedor de la empresa o, en su defecto, del comprador de esta última; o, inclusive, a la empresa absorbente o absorbida (dependiendo de la operación de la que se trate).

Ahora bien, teniendo en consideración que las operaciones de M&A en el Perú tienen un alto contenido civil (por los contratos y acuerdos internos que son elaborados y redactados desde el inicio hasta el cierre de la operación), tienen también un alto contenido corporativo. En la actualidad, probablemente en país con un mayor desarrollo en temas relacionados al derecho empresarial viene siendo Estados Unidos, probablemente porque las empresas de mayor importancia e influyentes en los diversos sectores de la industria y los mayores conglomerados empresariales se encuentran en este país.

Evidentemente, la regulación normativa más importante e influyente será la del derecho corporativo norteamericano. Quienes se han encontrado ante negociaciones relacionadas a M&A, sea desde el lado del comprador, como la del vendedor, se podrá percatar que los contratos de fusiones y los contratos de adquisiciones constituyen operaciones con un alto contenido y sofisticación en la ingeniería contractual. Dentro de esta tesis se mencionará en repetidas ocasiones la “ingeniería contractual”, haciendo alusión a las técnicas por las que son llevadas las operaciones de M&A, ya que estas constituyen una serie de procesos y etapas internas que tienen que ser bien diseñadas desde un inicio.

Dentro de esta ingeniería contractual, es posible percatarse que muchas de las cláusulas y acuerdos contractuales no tienen su origen o antecedente dentro de la tradición jurídica civilista peruana, ya que el sistema civil peruano, en materia contractual, proviene del conocido “Civil Law”; sino que la utilización de varias cláusulas y acuerdos internos provienen del derecho corporativo norteamericano, conocido como “Common Law”.

A diferencia del sistema corporativo peruano, el caso norteamericano se funda en la amplia casuística resuelta por los jueces de diversos estados, principalmente por el sistema de precedentes judiciales (jurisprudencia norteamericana). Es común que el derecho corporativo norteamericano se fundamente principalmente en las resoluciones y sentencias emitidas por los jueces americanos, considerándose el Common Law como un sistema altamente inductivo, apareciendo así el “Rule of Law”, que es una institución jurídica propia del Common Law, por el que la judicatura se impone en casos anteriores para resolver las controversias, buscando criterios que se hayan resuelto con anterioridad y que busquen también proyectarse a casos futuros. Entonces, como puede inferirse, la principal diferencia que existe entre el sistema del Civil Law y el Common Law es que, el primero, se rige bajo definiciones y doctrinas, que lo hace más estático, mientras que en el caso del Common Law, su interpretación es mucho más dinámica, ya que se sustenta en casuística y un mayor raciocinio por parte de los jueces.

El tema central a tratarse en la presente tesis busca abordar la evolución e implementación de diversas instituciones y herramientas del derecho corporativo norteamericano; y, principalmente, en entender cómo es que las operaciones de M&A han sido importadas al derecho corporativo norteamericano. Es ese el principal objeto de análisis y estudio, el de poder brindar un aporte doctrinal en el sentido en que se puedan identificar las principales cláusulas del derecho corporativo norteamericano (específicamente de M&A).

Un contrato elaborado bajo las leyes de Nueva York es altamente sofisticado ante uno elaborado por cualquier jurisdicción latinoamericana, siendo probablemente el estándar norteamericano el que aspira ser superado por cualquier otro país que regule la operación de M&A; sin embargo, los intentos y grado de sofisticación que ha venido utilizando el Perú viene siendo cada vez más estandarizado al norteamericano, probablemente por la experiencia de varios abogados al realizar estudios o haber trabajado en alguna institución educativa o laboral norteamericana.

Una de las guías de abogados de mayor prestigio a nivel mundial que cataloga y rankea a los estudios de abogados según las áreas de especialización, y que toma como criterios de evaluación las opiniones de sus clientes, número de transacciones y monto de facturación involucrado es la realizada por Chambers and Partners, la cual ha considerado como los principales referentes en M&A a los siguientes estudios de abogados en M&A: Estudio Echeopar, Miranda y Amado abogados; Payet, Rey, Cauvi, Pérez abogados; Rebaza, Alcázar & de Las Casas abogados financieros; Rodrigo, Elías y Medrano Abogados; Muñiz, Ramírez, Pérez Taiman y Olaya Abogados; Philippi, Prietocarrizosa, Ferrero, DU & Uría abogados; Rubio Leguia Normand; CMS Grau abogados, Garrigues; Hernández y Cía. abogados; Arbe abogados Corporativos y Financieros; DLA Piper Pizarro, Botto & Escobar abogados; Lazo de Romaña & CMB abogados; y el Estudio Olaechea. Mencionamos esto porque en gran medida, muchos de los abogados que laboran en estos estudios de abogados tienen una importante experiencia académica o laboral en el mercado estadounidense, por lo que resulta conveniente traer esta información a colación.

La presente tesis se abocará a analizar, como ya se adelantó, consiste en el tratamiento que tiene la importación de las principales cláusulas del derecho corporativo norteamericano al sistema civil peruano. Cómo es que opera y se estructura dentro de la ingeniería contractual peruana y si existe algún tipo de contingencia al momento de incorporar una cláusula de un sistema jurídico distinto al peruano. En ese sentido, se ha procurado estudiar las principales cláusulas del derecho americano desde la óptica peruana.

Se adelanta, sin embargo, que el espacio de esta tesis se encuentra levemente limitado, habiéndose querido ahondar en diversos conceptos, instituciones y herramientas del derecho corporativo americano; sin embargo, este trabajo es consciente que realizar un análisis más exhaustivo podría incluir una tesis mucho más extensa, la cual se espera poder traducir y culminar con no sólo un aporte académico al derecho corporativo peruano, sino también marcar un hito en el estudio de tan fascinante especialidad.

Se espera que la elaboración de la presente tesis despertará no sólo el interés de algunos especialistas en el derecho empresarial peruano, sino que busca ser un aporte doctrinal que despierte en estudiantes de derecho y otras ramas afines, el querer adentrarse y entender adecuadamente cómo es que el derecho corporativo puede llegar a regular todo tipo de profesiones, como la economía, la administración e incluso la ciencia contable y tributaria.

Por estas razones, se adelanta que el contenido de la presente tesis es entender cada uno de los conceptos e instituciones más ligados a la regulación de M&A y que se ha pretendido estudiar los conceptos más importantes del derecho corporativo norteamericano, por lo que, probablemente, al terminar su revisión, puedan existir ciertos vacíos no cubiertos dentro del desarrollo de esta tesis, pero que espera ser un impulso para otros profesionales de querer adentrarse mucho más en esta interesante especialidad.

## CAPÍTULO II. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN Y MARCO TEÓRICO

La presente tesis tiene como objetivo principal, analizar y estudiar, desde el aspecto legal y corporativo, la correcta aplicabilidad de algunos conceptos e instituciones jurídicas propias del derecho anglosajón, específicamente, en las operaciones de Fusiones y Adquisiciones corporativas (Mergers & Acquisitions). Los asesores corporativos se encuentran, muchas veces, ante herramientas e instituciones importadas directamente del derecho corporativo norteamericano, ya que esta constituye sin duda alguna, la meca del derecho corporativo a nivel mundial.

El problema que se tiene, es que los países con tradición jurídica distinta al del derecho norteamericano, podría producir ciertas distorsiones y problemas al momento de estudiar una determinada institución contractual del Common Law. Mientras el Perú, así como varios países de América Latina, se rigen bajo los preceptos del Civil Law, sus instituciones, normas e inclusive procesos judiciales se fundamentan en una tradición meramente civilista, con arraigos al sistema romano, francés e incluso alemán.

En ese sentido, este trabajo pretende, inicialmente, estudiar y entender cómo funcionan las operaciones de Fusiones y adquisiciones y cómo es que el derecho norteamericano ha implementado algunas de sus instituciones dentro de los contratos de M&A en el Perú.

Los conocimientos a obtenerse una vez que se culmine esta tesis se enfocan a comprender cómo es que funciona la importación de ciertas figuras del derecho corporativo norteamericano dentro del sistema jurídico peruano, específicamente en la ingeniería contractual de una operación de M&A. Una vez analizada la aplicabilidad de implementación de estas normas, permitirá identificar y evitar futuras contingencias judiciales y/o arbitrales sobre la aplicación y/o interpretación de estas cláusulas en el sistema legal peruano.

La forma en la que se desarrollará la estructura de esta tesis radica en un análisis principalmente cualitativo; así como la utilización de diversos elementos de investigación que arriben a brindar no sólo una base académica, sino también determinar la experiencia de algunos entendidos en la materia a las operaciones de M&A en el Perú. Lo aquí mencionado incluye la realización de pequeñas encuestas a reconocidos abogados especialistas en Fusiones y Adquisiciones empresariales, quienes brindarán sus apreciaciones personales sobre la aplicabilidad de las cláusulas de M&A del derecho americano al sistema legal peruano, buscando de esta manera darle un valor agregado al presente trabajo.

Dentro de los objetivos específicos de la presente tesis, se tiene:

- Determinar la factibilidad de incorporación de cláusulas del derecho corporativo anglosajón al sistema jurídico peruano que, tradicionalmente, es distinto al del derecho norteamericano (Civil Law vs. Common Law).
- Evaluar la pertinencia de incorporar y/o modificar algunos artículos del código civil, así como de la Ley General de Sociedades, que permitan darle la viabilidad y congruencia necesaria para la adecuada importación de herramientas contractuales norteamericanas en las operaciones de M&A en el Perú.
- Identificar dónde se encuentran los principales problemas al momento de estructurar un contrato de adquisición empresarial, buscando modificar y agilizar la forma en la que estas operaciones son realizadas.
- Buscar estandarizar la regulación y estructuración contractual, de manera que los contratos de M&A en el Perú adopten y encuentren una homogenización estructural adecuada (cuya diferenciación regulatorio dependerá del sector en el que se realice la operación de M&A).

La justificación de análisis de la presente tesis tiene como objetivo primordial el análisis del marco conceptual y práctico de las operaciones de M&A en el Perú, identificando y determinando un adecuado escenario de esta práctica corporativa en el Perú. Adicionalmente, se analizarán las principales figuras contractuales y la viabilidad de su incorporación dentro de la construcción de los contratos de

M&A, de manera tal que se identifique dónde se encuentran los “cuellos de botella” que dificultan o retrasan las operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales.

En esta línea de ideas, el presente trabajo buscará estudiar los principales conceptos y recomendaciones de carácter normativo y práctico que garanticen y faciliten la correcta implementación de herramientas e instituciones del derecho americano al sistema legal peruano. Por ello, resulta necesario ser conscientes que existen ciertas limitaciones de carácter académico y jurisprudencial en la que nos encontramos al momento de plantear y desarrollar el tema de la presente tesis.

- Alcances: los principales alcances que abarca este estudio se limita a analizar y estudiar las M&A a nivel nacional y su correlación a nivel norteamericano. Si bien los estudios y la recopilación de información vía encuesta se ciñe al departamento de Lima, los resultados serán trasladables a cualquier otro departamento del país.
- En cuanto a la temporalidad de estudio, que por tratarse del análisis de un tema que sufre rápidos y constantes cambios por la agilidad de las operaciones de adquisición que se dan en todo el mundo, se considera conveniente concentrar este estudio a un análisis de aproximadamente diez años hacia atrás, a fin de entender la evolución que han tenido las operaciones de M&A y cómo es que éstas se han estudiado desde el ámbito contractual, corporativo y societario.
- Asimismo, como ya se adelantó, se realizarán algunas encuestas a algunos abogados especializados en temas de M&A que se circunscribirán principalmente al departamento de Lima, por ser el espacio geográfico donde se encuentran los estudios de abogados más importantes del país.
- Por otro lado, existe una limitación que resulta ser muy importante, y es que la doctrina nacional no ha tratado este tema, salvo algunas rescatables personalidades que han estudiado la aplicación de cláusulas norteamericanas; sin embargo, no existe suficiente doctrina ni jurisprudencia a nivel nacional que permita poder ser citada, salvo en lo que respecta al tratamiento de las fusiones y las negociaciones contractuales. Es por ello que se ha de recurrir a

fuentes de internet y fuentes de revistas y libros internacionales que desarrollen adecuadamente las fusiones y cómo es que estas se realizan desde una importación de un sistema legal a otro. En ese sentido, la principal limitación ante la cual se topa este trabajo es la de índole informativo-referencial.

- Lo importante y más rescatable de este trabajo es que su estudio involucra comparar un sistema jurídico tradicionalmente civilista (Civil Law) con uno altamente diferenciado como el norteamericano (Common Law), lo cual lleva a adentrarse en una aventura académica interesante al determinar cómo es que funciona el derecho corporativo norteamericano, y poder extraer de él no solo recomendaciones puntuales sobre cláusulas específicas, sino también analizar otras herramientas que permitan generar un aporte que constituya un valor agregado al sistema jurídico peruano.

El principal problema ante el cual se topa este estudio, hoy por hoy, está relacionada a las complicaciones en relación a la aplicabilidad de contratos de M&A en el Perú por la influencia americana que tiene en la estructura de su redacción e ingeniería contractual. Al resultar (jurídicamente) incompatible, tanto en lo formal como en lo material, su tratamiento conlleva muchas veces a incurrir en retrasos en la ejecución y terminación de la adquisición de la empresa target. Adicionalmente, otro problema derivado de la importación de cláusulas norteamericanas es que, dado el desconocimiento por parte de los operadores del derecho (principalmente jueces), quienes, al no conocer correctamente la operatividad, aplicabilidad y significados de las cláusulas del sistema anglosajón, pueden incurrir en errores materiales en sus fallos, ya que utilizarían criterios civilistas no previstos inicialmente por quienes elaboraron el contrato de M&A y que evidentemente no tienen la intención de mezclar instituciones ni conceptos del Civil Law a sus estrategias contractuales, por lo cual resulta necesario efectuar un adecuado estudio de las fusiones empresariales en el Perú.

Resulta importante estudiar estas instituciones, que permitan contribuir, tanto en la doctrina, como en la práctica corporativa en poder estructurar adecuadamente el contrato por el que se regirá la operación de M&A en el Perú.

En ese sentido, se ha identificado que el beneficio directo del presente trabajo es el estudio de las normas norteamericanas que abordan los contratos peruanos, a fin de poder elaborar y estandarizar criterios jurídicos y operacionales que permitan una correcta implementación en el sistema legal peruano. Por otro lado, el beneficio indirecto identificado es que, aquellos que tengan en sus manos este trabajo, puedan estructurar y conocer bien cómo funcionan las fusiones en el Perú y cómo la influencia de una potencia comercial puede generar beneficios si es que se estructuran adecuadamente, teniendo en cuenta los principios y marcos legales a los que se circunscribe nuestra normativa.

Se debe advertir que la información que se ha tenido a la vista ha sido, principalmente, proveniente del derecho norteamericano, y de algunos artículos de reconocidos abogados que se han atrevido a tratar y analizar la implementación de las cláusulas de M&A norteamericanas en el Perú, toda vez que los conceptos que se pretenden desarrollar en la estructura de esta tesis provienen de este sistema jurídico.

A partir de la década de los noventa, se pudo corroborar un considerado aumento en el ingreso de capitales extranjeros en el país, específicamente los provenientes de Estados Unidos. En ese sentido, resultaba necesario (y justificado), estudiar y analizar cómo es que se venían elaborando los contratos en Estados Unidos y de qué manera estos términos se venían incorporando al sistema jurídico peruano, como consecuencia de las operaciones y negociaciones contractuales celebrados entre abogados de Perú y Estados Unidos. La problemática, como ya se adelantó, se basaba en la incompatibilidad e incomprensión que tienen algunos jueces y abogados de tener que sacarse un momento toda la doctrina civilista y adoptar el *chip* corporativista. El estudio y arraigo de estas cláusulas y herramientas contractuales del derecho norteamericano son producto, en su mayoría, de la experiencia académica de renombrados abogados quienes han estudiado en las más importantes escuelas de derecho de Estados Unidos, y cuya importación responde a la experiencia académica y profesional en brindar asesoría legal-corporativa a operaciones transfronterizas, en las que no sólo operan actores locales, sino también

internacionales, incorporando en los contratos su experiencia internacional a operaciones que incluso tienen un espectro transfronterizo.

Ahora bien, téngase especial consideración que la elaboración de contratos resulta ser una práctica libre a la determinación y condiciones que establezcan las partes dentro de las negociaciones de su contrato, siempre y cuando éstos cumplan los requisitos establecidos en el código civil y no se contraponga a la normativa vigente. El caso de nuestro estudio resulta tener especial relevancia, puesto que al no encontrarse reguladas varias de las figuras contractuales que se mencionarán más adelante, éstas tienen que ser entendidas y estudiadas desde la óptica del derecho norteamericano, y cuyas instituciones resultan incongruentes con el sistema legal adoptado por el Perú.

Los principales conceptos importados del derecho norteamericano y que son implementados en las operaciones de M&A tienen por finalidad cubrir contractualmente a cada una de las partes para evitar cualquier escenario desfavorable a éstas. Es en el contrato donde las partes regulan y escudan sus principales intereses, distribuyendo los riesgos de forma más eficiente; siendo los abogados quienes, por su experiencia local e internacional, manejan de mejor manera estos conceptos para ser implementados congruentemente en el contrato y que coincidan dentro de las intenciones de la operación.

Conceptos como “Cláusula de Cambio Materialmente Adverso” (“Material Adverse Change o “MAC” por sus siglas en inglés”); “Cláusulas de Declaraciones y Garantías” (“Representations and Warranties”); “Separación de los Momentos de Celebración y de Generación de los efectos del contrato” (“Signing & Closing”); Obligaciones Adicionales de Conducta (“Covenants”); “Condiciones Precedentes” (“Conditions precedent y “Bring Down Conditions”); “Remedios Contractuales” (“Walk Away Rights”) son las principales cláusulas incorporadas por el derecho norteamericano al derecho peruano y que requieren ser estudiadas con profundidad, a fin de evitar contradicciones contractuales o situaciones que entorpezcan las operaciones de fusiones que, indirectamente, podrían reportar no sólo ganancias para las empresas, sino también beneficio de

mejores precios y productos en el caso de los consumidores, así como reporte de beneficios fiscales para el Estado y demás Stakeholders.

Resulta necesario que el intérprete y/o sujeto que redacte el contrato se encuentre debidamente informado y entendido en las herramientas contractuales y aforismos legales norteamericanos que le permitan poder elaborar adecuadamente un contrato de M&A.

En ese sentido, Cubillos Porto y Torres Holguín (2015) indican lo siguiente:

[E]l abogado responsable de adecuar el modelo extranjero de un SPA a su jurisdicción local, debe asegurarse de no adoptar un concepto que sea extraño o incluso rechazado por el sistema jurídico local, preguntándose por ejemplo, si existe una norma de orden público o una política pública local contraria a la fórmula de distribución de riesgos del MAC; si existen normas específicas o desarrollo jurisprudencial local que establezcan lineamientos para valorar si un evento es significativo para una compañía o no (Cubillas y Torres, 2015: 238).

En ese mismo sentido, uno de los abogados más reconocidos por revistas internacionales, el Dr. José Antonio Payet, indica muy claramente el efecto que está teniendo la inclusión de cláusulas norteamericanas en un contexto en el que el país viene siendo un mayor actor en la economía mundial. En ese sentido, este autor señala lo siguiente:

[A] raíz del crecimiento económico, la apertura del mercado, la creciente internacionalización de nuestra economía y el incremento de la inversión privada, las operaciones de compraventa de empresas son cada vez más frecuentes en nuestro mercado. No obstante, la reciente crisis financiera internacional ha generado una reducción en el número y volumen de las operaciones, las adquisiciones y ventas de empresas en el Perú han alcanzado niveles sin precedentes en los últimos años. Esta tendencia trae nuevos retos para el ejercicio profesional de los abogados peruanos, pues implica el uso de nuevas figuras y metodologías contractuales; muchas de ellas provenientes del Common Law (Payet, 2015: 85).

### CAPÍTULO III. ANÁLISIS DEL ENTORNO

Las fuentes primarias con las que se cuenta para la elaboración de la tesis son libros y artículos académicos, entre los que destacan no sólo libros nacionales, sino que resulta necesaria la revisión también de libros de derecho contractual y comercial norteamericano. Las principales fuentes bibliográficas han sido obtenidas de las universidades ESAN, Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC), Universidad de LIMA y Pontificia Universidad Católica del Perú, ya que son las bibliotecas que cuentan con una mayor cantidad de libros internacionales sobre derecho corporativo.

Se debe tener en cuenta que, como ya se adelantó, el marco teórico ha identificado que el objeto de análisis no es lo suficientemente amplio el Perú, por lo cual ha resultado necesario remitirse, en algunas ocasiones, a estudios de países latinoamericanos, como por ejemplo, Brasil, en la que sí existe un estudio respecto a la problemática y viabilidad de la importación de ciertas cláusulas del derecho corporativo norteamericano en los contratos de adquisición empresarial, pero que sigue siendo material relativamente escaso.

De acuerdo a la revisión que se ha podido elaborar sobre el presente tema de tesis, se cuentan con las siguientes fuentes primarias:

- Documentos originales. Entre las principales fuentes, contamos, en primera instancia, con la revisión de libros referidos a Fuentes de obligaciones, derecho de los contratos, libros sobre fusiones y adquisiciones, así como revistas. La información que se ha utilizado no sólo se circunscribe a material nacional, ya que gran parte de su estudio abracará libros de derecho norteamericano referidos a contratos y fusiones y adquisiciones empresariales.
- Entrevistas a reconocidos abogados especializados en Fusiones y Adquisiciones. Dentro del esquema de la recopilación de información, se considera necesaria y conveniente la opinión de abogados que hayan tenido una significativa experiencia en el mercado de fusiones a nivel nacional como internacional. En ese sentido, se ha considerado

adecuado remitirse a la prestigiosa revista inglesa Chambers & Partners, la cual cataloga a abogados por el reconocimiento en las operaciones más importantes, así como por la cantidad de dólares involucrados y la opinión de sus clientes. De esta manera, se realizan diversas entrevistas a abogados de los principales estudios de abogados de Lima, a fin de que éstos puedan brindar sus impresiones sobre la viabilidad y necesidad que se tiene sobre la regulación de implementación de cláusulas internacionales en el sistema jurídico peruano provenientes del derecho norteamericano, así como sus posibles contingencias o conveniencias. La forma en la que se pretende llegar a ellos es a través de la elaboración y envío de una plantilla (a través de correo electrónico), con una serie de preguntas cerradas (para marcar “de acuerdo” o “en desacuerdo” en las que se busque definir si están de acuerdo con varias de las sugerencias aportadas en la estructura de la tesis, indicando en un recuadro su punto de vista de ser posible y algunas recomendaciones a ser implementadas dentro del aporte de la tesis.

- Material audiovisual. Dentro de las fuentes a utilizar, se ha considerado conveniente la revisión de videos de conferencias sobre fusiones y adquisiciones y la necesidad de regulación de cláusulas del derecho corporativo norteamericano.

Así también, a fin de poder darle fuerza referencial a la presente tesis, resulta necesario acudir también a las siguientes fuentes secundarias:

- Charlas y disertaciones. Se aportarán diversos aportes que han sido tratados en algunos foros y seminarios sobre fusiones y adquisiciones realizados en el Perú; bases de datos académicas y universitarias. Dentro de la revisión de información, se recurrirán a diversas fuentes de información como Ebsco Host, Ebrary, que se ubican en las fuentes de información de la universidad ESAN, así como también en el sistema informático de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas – UPC.

- La revisión de información se realizará también en diversas bibliotecas, entre las principales, serán las de las facultades de derecho de ESAN, PUCP y UPC, así como de sus respectivas escuelas de postgrado.

En ese sentido, ya habiendo realizado una visión general del presente tema de estudio, conviene indicar expresamente cómo es que se abordará la fundamentación teórica. En ese sentido, la tesis se estructurará en tres partes: (i) Revisión de los antecedentes; (ii) Bases Teóricas empleadas; y, (iii) La hipótesis de la tesis. En el primer y segundo caso, se revisará toda la información disponible, de manera tal que permita revisar aquellas investigaciones que preceden al presente estudio, así como los tipos de investigación que se hayan realizado. Probablemente existan investigaciones no sólo de índole cualitativo, sino también cuantitativo, por lo que la búsqueda de información resultará un punto de suma importancia al revisar los antecedentes de este trabajo.

En lo que respecta a las bases teóricas, se analizarán las principales fuentes doctrinarias del derecho civil/corporativo del sistema legal peruano, y se evaluará la posibilidad de incorporar a éste figuras norteamericanas; para ello, se revisará la doctrina que sea necesaria para poder sustentar la presente postura académica, tanto de literatura peruana como americana, a fin de elaborar un marco conceptual comparado e integrado garantista de la viabilidad efectiva de las operaciones adquisitivas de diversas corporaciones.

La metodología que se utilizará en el presente trabajo se basa, esencialmente, en un método cualitativo; toda vez que el desarrollo del tema de la tesis busca profundizar en una problemática de índole legal, más que ahondar en aspectos financieros o estadísticos.

El tipo de investigación que se utilizará eminentemente en el desarrollo de la tesis están basados en dos criterios: (i) Descriptiva; y, (ii) Exploratoria. En el caso de la primera, el método descriptivo buscará dar a conocer el fenómeno de las fusiones y las adquisiciones de empresas en el Perú, su significación en la economía, así como los efectos de la importación e incorporación de las cláusulas

utilizadas comúnmente en los contratos de M&A en los Estados Unidos. En el caso del criterio exploratorio a ser empleado en el desarrollo del presente trabajo, procurará explicar un tema que no ha sido muy desarrollado en el Perú, (por no decir que es casi nula las investigaciones existentes a la fecha sobre la importación de este tipo de cláusulas).

Resulta necesario indicar que, como consecuencia del método exploratorio, se realizará un análisis de la necesidad, pertinencia y consecuencias que podría traer consigo regular o desregular la implementación de cláusulas propias del derecho corporativo anglosajón, y cómo éstas, al ser incluidas en contratos peruanos, puedan ser incomprendidas y/o incongruentes con el sistema legal. Por ello, se ha considerado conveniente estudiar el tratamiento que tiene este tipo de situaciones dentro del derecho corporativo peruano y cómo es que ello resulta necesario de ser entendido por los abogados, jueces y árbitros; a fin de ser correctamente regulado en los documentos y acuerdos que suscriban las empresas intervinientes en las negociaciones de estos contratos.

Dentro del proceso que se ha de diseñar para el desarrollo ideológico y estructural del presente trabajo, se tienen los siguientes pasos, que se detallan y explican brevemente:

\* Definición del Problema.- La razón de ser de la tesis, centra su atención en la necesidad de regular nacionalmente todos aquellos aportes que se han venido incorporando por abogados especialistas en temas comerciales, quienes por su experiencia, son conscientes que las herramientas utilizadas en el derecho corporativo norteamericano resultan ser mucho más eficientes al momento de cerrar un *deal* en el mercado de las Fusiones y Adquisiciones empresariales en nuestro país. El problema es que, al ser éstas cláusulas y mecanismos extraídos e importados del derecho anglosajón, su implementación en el Perú resulta ser desconocido para muchos operadores del derecho; inclusive para jueces y/o árbitros, que no se encuentren muy familiarizados, no sólo con los términos utilizados en los contratos, sino también respecto a los problemas que podrían

suscitarse a nivel judicial en caso no sea compatible con el Civil Law peruano, que es eminentemente de tradición europea.

Las distorsiones que traería, de no regularse adecuadamente, podrían hacer que varias de las operaciones más significativas en términos de fusiones y adquisiciones realizadas en los últimos años, o inclusive las que estén por realizarse, puedan caerse, y con ello los beneficios económicos no solo para los accionistas y actores involucrados en el negocio, sino también para los consumidores y el propio Estado.

Es en ello en lo que se funda la presente tesis; en tratar de ver la manera que la incorporación de figuras contractuales de un sistema legal distinto sea aplicable a otro, evitando de esta manera, cualquier tipo de inconveniente en las operaciones de F&A que se realicen en los próximos años. Esta implementación en la regulación peruana podrá garantizar de manera efectiva, la transparencia y consagración normativa en las operaciones de fusiones.

\* Revisión de la literatura.- Tal como ya se ha adelantado previamente, se revisará doctrina respecto a fusiones empresariales, incluyendo dentro de ella la estructuración contractual (civil) que permita acoplar adecuadamente los conceptos contractuales norteamericanos.

\* Formulación de la hipótesis.- El pronóstico de estudio permitirá evidenciar los cuellos de botella en la estructuración contractual de las fusiones al emplear cláusulas de origen norteamericano, aportando así recomendaciones en su incorporación en contratos peruanos.

\* Recolección de datos.- La recolección de datos se realizará principalmente, de bibliografía nacional e internacional en facultades de derecho de diversas universidades de Lima, así como la utilización de Internet sobre información que se encuentre colgada en la red que resulte conveniente. Esta tarea, como ya se ha indicado también, incluye una serie de encuestados que, por su experiencia, puedan aportar su apreciación sobre el contexto de las fusiones en nuestro país.

\* Análisis de datos.- La revisión de la información bibliográfica, así como la que sea encontrada en Internet, permitirá poder hacer un diagnóstico del marco de fusiones y adquisiciones empresariales, así como la influencia que tiene por parte del derecho corporativo norteamericano.

## CAPÍTULO IV. CONCEPTUALIZACIÓN CONTEMPORÁNEA DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

### 4.1 Concepto Económico de la Fusión

Para entender cabalmente el tratamiento de las Fusiones y Adquisiciones en el Perú, se debe tener un punto de partida que permita entender en qué consiste una Fusión. Para ello, no se le debe definir desde una determinada rama; sino que, se debe considerar que las F&A son fenómenos empresariales multifacéticos que pueden ser analizados desde diferentes áreas científicas.

Así, un primer punto de partida para estudiar las F&A es analizarla como un fenómeno económico. Se dice que las Fusiones tienen un importante matiz económico por cuanto transfieren los recursos a quien mejor situación económica tiene para asimilar dicha situación; es decir, pasa de un sujeto que valora menos un bien a alguien que lo valora más, generándose una situación en la que ambas partes se benefician como consecuencia de la operación de M&A. Aquí podría entrar a tallar una escuela tradicional aterrizada en el sistema jurídico civil-corporativo, y es el “Teorema de Pareto”. Esta teoría tiene una doble visión; por una parte, el Criterio de Pareto consistiría en el cambio de una situación que constituye en sí misma una mejora en el bienestar social; siempre y cuando no se reduzca el bienestar del individuo y que al menos la situación de la otra parte del negocio mejore.

Por otro lado, el Óptimo de Pareto es una situación en que ningún individuo puede mejorar su situación sin afectar el bienestar de su contraparte en el negocio. En este sentido, el Óptimo de Pareto consiste en aquella situación en la que todos los recursos han sido destinados a sus consumidores de manera tal que todos se encuentran satisfechos con tal asignación, habiéndose dado una transferencia tan adecuada que resultaría impensable poder realizar una transferencia que mejoraría aún más la situación del comprador o del vendedor. (Bullard, 2006).

En ese sentido, la contratación será eficiente en términos paretianos porque el comprador está en mejores condiciones ya que adquiere un bien que valora más que el precio que paga, mientras que el vendedor está mejor si adquiere un precio que valora más que el bien que enajena. En este caso, a fin de aterrizar convenientemente el Óptimo de Pareto en la presente tesis, se debe advertir que no sólo se refiere a términos de eficiencia económica en la obtención de la propiedad de la compañía target, sino también que se encuentra asociada a la estructuración en que las cláusulas de M&A permitan no sólo la adquisición de la empresa, sino que se permita asignar, adecuada y convenientemente, los riesgos asociados a la operación; por lo que se considera que el éxito del deal dependerá de cuán bien hayan sido asignados los riesgos a través de las diferentes cláusulas del Contrato de Fusión o el SPA.

Estas teorías pueden ser explicadas de una mejor manera, de la siguiente forma. Imagínese que, como parte de esta tesis, una empresa que, después de efectuar un análisis financiero y un Due Diligence (conceptos que serán desarrollados más adelante) se ha estimado un valor de venta de la compañía de un millón de dólares. El vendedor considera que su empresa puede valer en el mercado ese precio, por lo cual oferta su compañía a diversos potenciales compradores que se encuentren interesados en esta adquisición. En este escenario, el comprador verá si es que su empresa vale efectivamente dicho monto haciendo también un Due Diligence sobre la empresa para poder validar que los datos, precio e información interna de la empresa son los que realmente oferta el vendedor.

En caso que lo comunicado por el vendedor sea efectivamente real, el comprador evaluará la posibilidad de poder adquirirla y si es que esta adquisición resulta siendo más eficiente para el comprador al momento de adquirir esta empresa. Entonces, se creará una situación en la que existirá un Óptimo Paretiano, por cuanto las partes se encontrarán en una situación eficiente, ya que el vendedor trasladará la compañía a quien considere que su titularidad justifica el precio de la adquisición. Ambas partes salen ganando; el vendedor recibe el

precio de lo que considera vale su compañía, y el comprador adquiere el bien que considera tiene y justifica el valor de la transferencia de la compañía.

Lo anteriormente dicho se traduce en todas las operaciones comerciales existentes y es lo que justifica e impulsa las operaciones de compra de bienes en todo el mundo. El vendedor transfiere la titularidad de un bien que considera menos valioso para sí mismo a quien se encuentre interesado en adquirir dicho bien a cambio del pago de un determinado precio. Así, ambas partes resultan ganadoras, por ello se dice que las operaciones de M&A, si bien son estructuralmente complicadas y el establecimiento de su precio no resulta necesariamente tarea sencilla, suele tener un correlato positivo en las negociaciones y su impacto suele ser eficiente (en términos económicos). Es evidente que la unión de una o más empresas, ya sea a través de una Fusión o una Adquisición, tiene un principal fin: la sinergia corporativa.

Cualquiera sea el análisis económico que se realice, la finalidad de las F&A consiste en crear valor para los accionistas e incrementar el valor de mercado de la compañía. Aquí está el factor diferenciador de un buen abogado corporativo, quien debe analizar y determinar, mediante el estudio de ratios e indicadores financieros, si la suma de las dos compañías es mayor al de cada empresa por separado (sinergia empresarial). De esta manera, se proyecta y analiza el valor en conjunto de las empresas bajo un mismo dueño y, si este valor es superior a cero, entonces la decisión de inversión de F&A resulta ser la adecuada, toda vez que ésta se encuentra por encima de la situación promedio.

Obviamente, analizar y calcular adecuadamente la sinergia no es tarea sencilla, ya que requiere que el abogado (así como otros profesionales que intervienen en la operación), tengan la experiencia y conocimientos financieros, económicos, legales entre otros, que le permita poder analizar la conveniencia y resultados económicos que tendría la operación de F&A. Podemos decir que será una operación mucho más eficiente si es que el abogado brinda la asesoría corporativa, legal y financiera adecuada que permita al inversionista, adoptar una

decisión que lo motive a apostar por la Fusión o por la Adquisición de la empresa, de acuerdo a su especial criterio.

Ahora bien, se debe advertir, de primera impresión, que no es lo mismo hablar de “valor” que hablar de “precio”. Una cosa es “pagar” y otra, muy distinta, es el “valor” del bien por el que se paga. Por su parte; el precio es determinado por el mercado, el cual establece (mediante la ley de la oferta y la demanda) el precio real que debe pagarse por el bien (o activo). El valor de un bien, entonces, debe ser entendido como el factor de valoración que tiene dicho bien, mientras que el Precio se define como a valoración que realiza el mercado sobre ese mismo bien; así, por ejemplo, el valor de un automóvil clásico en los estados contables de la empresa propietaria puede ser cero, ya que su valor se depreció por el transcurso del tiempo y su depreciación ha alcanzado su depreciación total, pero el mercado (potenciales compradores) consideran que su precio puede llegar a ser el doble o triple del que se encuentra en valor contable, pudiendo pagar importantes sumas de dinero por un bien cuyo valor es insignificante, pero que el mercado valora y estipula precios significativos. En ese sentido, en caso el valor sea mayor al precio, se puede afirmar que las F&A han generado sinergias positivas.

Asimismo, suele hablarse de un spread adicional que se paga sobre el valor de las acciones y es considerado como la “prima”. Este valor adicional pagado sobre la acción se traduce en el reconocimiento que el comprador realiza para que el vendedor cuente con los incentivos necesarios para transferirle sus acciones; es decir, es el pago por desprenderse de sus acciones, que usualmente suele ser superior al precio de mercado.

#### 4.2 Concepto Jurídico de la Fusión

Determinar la naturaleza jurídica de la Fusión no es tarea sencilla. Más aun, cuando este concepto es uno que se condiciona a la constante evolución de los mercados de operaciones corporativas a nivel mundial; mientras más sofisticado el mercado, contendrá una conceptualización, evidentemente, más evolucionada.

No se pretende desarrollar la naturaleza jurídica de la fusión en este trabajo, ya que ello resultaría ser una tarea que abarcaría muchas más hojas dedicadas a su análisis; y que, lamentablemente, se cuentan con ciertas limitaciones en este trabajo (en cuestión de espacio) que dificultan tal tarea, sin embargo, se considera relevante tratar al menos las principales instituciones norteamericanas a fin de brindar una breve aproximación a la noción jurídica de las M&A para que, entendiendo su naturaleza, resulte siendo más digerible su comprensión.

La doctrina, aunque en el Perú aún se encuentra en desarrollo, ha llegado a considerar una doble corriente respecto a la naturaleza jurídica de la Fusión. Sobre el particular, existen dos escuelas dogmáticas con sus respectivos adeptos; cada cual defendible de acuerdo a los argumentos del cual nazcan sus explicaciones. Así pues, la doctrina se ha separado en dos principales escuelas, la contractualista y la escuela corporativista. La escuela (o corriente) contractualista basa su fundamento en que la fusión es el resultado de un contrato entre dos o más compañías, cuyo principal objeto radica en la transferencia de los patrimonios de dos o más empresas incorporadas a la sociedad incorporante y cuyo resultado es la extinción de las compañías incorporantes y la subsistencia de la empresa que las incorpora. Se puede inferir entonces que la teoría contractualista basa su fundamento en que la Compañía en sí es un contrato, toda vez que ésta nació por la voluntad de sus socios o accionistas, con un fin común, que es la actividad empresarial.

La otra escuela es la corporativa, entendida como aquella corriente que considera que la fusión es, de por sí, una operación principalmente corporativa, toda vez que influyen en ella diferentes aristas de otras ramas del derecho, como por ejemplo, el derecho societario, el derecho tributario, derecho laboral, el derecho financiero (si es que la operación se dio a través de un apalancamiento, o como se le conoce en el mercado norteamericano Leverage Buy Out-LBO)<sup>1</sup>. En ese sentido, se considera que la tesis contractualista pierde sustento práctico y doctrinario cuando es éste solo un medio o mecanismo para concretar la fusión.

---

<sup>1</sup> Para mayor información, se puede consultar a Satrústegui Menchaca, Beatriz. En: Régimen Jurídico de las Adquisiciones de Empresas (2001), Editorial Aranzandi, Págs. 401-426.

Resulta evidente comprender que sin un contrato, las sociedades no podrían acordar la unificación de sus patrimonios, titulares y de los giros de sus negocios; sin embargo, no es compartida la opinión que la Fusión tenga una fuente contractual, sino que ésta constituye un medio a través del cual se le da origen legal a la fusión.

La postura de esta tesis considera que la Fusión constituye una operación corporativa que cobra fuerza doctrinaria en la doctrina corporativista, la misma que se refrenda en la siguiente opinión:

“Nosotros consideramos que la fusión puede definirse como un negocio corporativo en virtud del cual se opera la sucesión universal de una sociedad en el patrimonio de otra o de varias sociedades que se extinguen, con la atribución normal pero no esencial de cuotas o acciones del ente sucesor a los socios de las sociedades que se extinguen.” (De Gregorio, 1950:263).

Adicionalmente, otros especialistas indican respecto al fundamento corporativo de la Fusión lo siguiente: “la Fusión podría describirse como un acto de naturaleza corporativa o social, que tiene como vehículo de ejecución un acuerdo de carácter contractual, por virtud del cual se opera la transmisión del total patrimonial de una o varias sociedades en favor de una tercera” (Motos, 1953:24).

Por su parte, Verón señala: “Nosotros hemos sostenido que la naturaleza jurídica de la fusión descansa en la tesis que la sitúa dentro de los actos comprendidos en el derecho corporativo de sociedades, apartándose así de las teorías contractualistas y del acto complejo de la naturaleza mixta”. (Verón, 1979:53)

La doctrina jurídica coincide en considerar, mayoritariamente, que la Fusión constituye el mecanismo de reorganización más importante que existe en lo que respecta a concentración empresarial. La Fusión empresarial es comprendida como una operación mediante la cual los patrimonios de dos o más compañías se unifican en una sola empresa, creándose de esta manera un nuevo patrimonio que le pertenece ahora a una nueva persona jurídica, la cual ahora realizará las operaciones en suplantación de las empresas fusionadas.

Debe indicarse que la operación de Fusión es un fenómeno especialmente económico de concentración patrimonial desarrollado en el marco de una reestructuración societaria.

Por su parte, Uría indica que “estamos ante una operación jurídica afectante a dos o más sociedades, que conduce a la extinción de todas o algunas de ellas a la integración de sus respectivos socios y patrimonios en una sola sociedad ya preexistente o de nueva creación” (Uría, R. 1995: 381)

En el derecho corporativo peruano, la norma sobre la cual se construye la Fusión societaria es la Ley General de Sociedades (Ley N°26887). Esta norma define a la Fusión como aquella operación mercantil mediante la cual se crea un convenio entre las partes que, en un solo acto, transfieren todo su patrimonio (en bloque y a título universal) a una empresa preexistente (fusión por absorción) o a una nueva entelequia jurídica (fusión por incorporación)<sup>2</sup>.

Cabe agregar que cuando la LGS hace referencia a “bloque patrimonial” y a “título universal” se refiere a que se hace una transferencia tanto de los activos como de los pasivos, los cuales también son parte de análisis del presente trabajo.

En ese sentido, se tratará de una operación de Fusión cuando una empresa se adhiere con otra empresa (por absorción o incorporación) y subsiste para poder desarrollarse dentro de su particular sector industrial o económico como una nueva empresa.

Teniendo en consideración que las Fusiones constituyen fenómenos que comparten factores económicos y jurídicos, se define a la fusión, como aquella institución

---

<sup>2</sup> De acuerdo al artículo 344 de la Ley General de Sociedades, la Fusión es de la siguiente manera: “Por la fusión dos a más sociedades se reúnen para formar una sola cumpliendo los requisitos prescritos por esta ley. Puede adoptar alguna de las siguientes formas: La fusión de dos o más sociedades para constituir una nueva sociedad incorporante origina la extinción de la personalidad jurídica de las sociedades incorporadas y la transmisión en bloque, y a título universal de sus patrimonios a la nueva sociedad; o, La absorción de una o más sociedades por otra sociedad existente origina la extinción de la personalidad jurídica de la sociedad o sociedades absorbidas. La sociedad absorbente asume, a título universal, y en bloque, los patrimonios de las absorbidas. En ambos casos los socios o accionistas de las sociedades que se extinguen por la fusión reciben acciones o participaciones como accionistas o socios de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente, en su caso.

[en] virtud de la cual, y mediante un procedimiento normado, de naturaleza plural, se produce la unificación de dos o más sociedades, que se extinguen sin previa liquidación, en una única sociedad, ya se trate de una sociedad preexistente que subsiste, o, en su caso, de una sociedad de nueva creación, cuyo patrimonio y cuerpo social estará formado por los patrimonios íntegros – activo y pasivo – y por los socios de todas las sociedades intervinientes, convirtiéndose la sociedad resultante en sucesora a título universal de las sociedades que se extinguen (Gómez, 1991:20).

En el caso norteamericano, las operaciones de Fusiones (Mergers)<sup>3</sup> también se consideran como una de las modalidades de las operaciones de integración corporativa mediante la cual, dos o más sociedades confunden sus patrimonios en una sola. Las fusiones simples son llamadas *Plain Vanilla Merger* en Estados Unidos, por la cual una sociedad se mantiene en el mercado después de haber recibido los activos y pasivos de las demás empresas que participaron en la fusión y cuya desaparición del mercado se da de forma simultánea (Reyes, 2006).

Resulta evidente que la fusión afectará el estatus jurídico de las empresas que intervienen en dicha operación. Como consecuencia de su participación, se evidenciarán importantes variaciones legales dentro de la situación económica, la composición del accionariado y del Directorio y la Gerencia, así como consecuencias legales dentro del patrimonio. En esencia, la operación de F&A tendrá efectos positivos o negativos no sólo en el campo económico (como lo vimos en el punto anterior), sino que también calificará determinadas variaciones de carácter legal dentro de la estructura societaria que resulte después de la operación de F&A.

#### 4.3 Distinción con las demás formas de reestructuración corporativa

A diferencia de otras modalidades de reorganización societaria que consagra la Ley General de Sociedades, la fusión presenta notas características que la distinguen de estas otras modalidades, siendo específicamente las siguientes: (i) la transferencia en bloque y a título universal de todos los patrimonios de las empresas intervinientes en este proceso, los mismos que se extinguen una vez

---

<sup>3</sup> De acuerdo al Black's Law Dictionary, la definición de "Merger" consiste en: "La unión de dos compañías conforme a una disposición legal, en donde una de las compañías desaparece, la otra sobrevive. La absorción de una compañía por otra, de modo que aquella pierde identidad jurídica y ésta retiene su propio nombre e identidad y adquiere los activos, pasivos, franquicias y facultades de aquella. La compañía absorbida deja de existir como un ente jurídico" (Black's Law Dictionary: 2015, 1274)

que se lleva a cabo la fusión; (ii) la correlativa extinción de la personalidad jurídica de las sociedades incorporantes; y, finalmente, (iii) la integración de los socios en la nueva sociedad que nace como resultado de la fusión, lo cual implica a su vez, analizar también la composición de la plana gerencial y de los directores que ahora formarán una sola empresa.

Como ya se ha adelantado, la fusión propiamente dicha conlleva, dentro de sí misma, la extinción de las sociedades intervinientes para poder crear una nueva sociedad o para que el patrimonio de esta sociedad se vea incrementado como resultado de la transferencia en bloque y a título universal de las sociedades extintas.

Las fusiones & adquisiciones empresariales son fenómenos multifacéticos que se pueden abordar desde una perspectiva económica y jurídica, pues estos fenómenos empresariales se pueden estudiar como un mecanismo de transferencia “paretiana” de recurso, pues los bienes pasan de quien los valora menos a quien los valora más generando una mejora en el bienestar social, y como instituciones jurídicas que tienen una concepción y desarrollo dogmática derivado de la tradición jurídica de cada país.

Respecto a esto último, en el Perú, por ejemplo, existen dos corrientes que propugnan una diferente naturaleza jurídica de la Fusión. Así pues, la escuela contractualista señala que la fusión es el resultado de un contrato que nace de la voluntad de los socios o accionistas de las empresas intervinientes y cuyo principal objeto radica en la transferencia de patrimonios de empresas incorporadas a una sociedad incorporante. De otro lado, la escuela corporativista considera que la fusión es una operación principalmente corporativa y compleja en la que influyen diferentes aristas de otras ramas del derecho, como por ejemplo el derecho societario, el derecho tributario, derecho laboral, el derecho financiero, entre otros.

## CAPÍTULO V. ¿POR QUÉ SE FUSIONAN LAS EMPRESAS? MOTIVACIONES PARA LLEVAR A CABO UNA OPERACIÓN DE M&A

### 5.1. Búsqueda de la sinergia corporativa

Las Fusiones y Adquisiciones empresariales responden siempre a una intención o razón en particular. Las Fusiones o Adquisiciones corresponden a situaciones económicas o estrategias empresariales analizadas y definidas que consideran que el negocio podría ser rentable si es que se opta por juntar dos o más empresas en una. Los inversionistas conocen los mercados y saben en qué momento resulta conveniente, ya sea al decidir adquirir o fusionarse con una empresa determinada. Se trata de oportunidades de negocios en los que los *dealers* deben ser capaces de identificar, convenientemente, si la operación puede crear sinergias empresariales positivas.

Las sinergias corporativas tienen su correlato en las conocidas “Merger Waves” en Estados Unidos. Es evidente que Estados Unidos ha sido precursor y considerado la meca de las Oleadas de Fusiones o *Fiebre de las Fusiones* corporativas en los últimos años, por lo que muchos países dependientes de esta economía se han visto influenciados por esta corriente norteamericana, viéndose en la necesidad de comprender e importar alguno de sus modelos contractuales para mantenerse a la vanguardia de la ingeniería empresarial, en cuanto a concentración empresarial o estratégica se trata.

Los pasos del *Merger Wave* han tenido picos y descensos estacionales, teniendo una mayor y/o menor presencia durante períodos determinados en los últimos años. Sobre este tema, resulta conveniente citar a García Estévez (García, 2006), quien indica que las *Merger Waves* han atravesado 5 fases en particular, siendo éstas:

Una primera fase, comprendida entre los años 1895 y 1904, se caracterizaba por ser un periodo de especial bonanza económica, donde el PBI crecía a un ritmo acelerado para Estados Unidos producto de los avances industriales de aquella

época. Las principales fusiones que se dieron en este período eran de carácter horizontal, es decir, fusiones de empresas que se dedicaban al mismo rubro de negocio, generándose así conglomerados empresariales y la consolidación de determinados mercados.<sup>4</sup>

Posteriormente, la segunda fase del *Merger Wave*, comprendido entre los años 1925 al año 1929 aproximadamente. En este periodo, aparecieron grandes holdings públicos, apareciendo (a diferencia de la primera fase) fusiones de carácter vertical, donde las empresas adquirieron a sus proveedores, inclusive a sus clientes.

La tercera fase se da entre los años 1965 hasta finales del año 1970. A diferencia de las anteriores, probablemente no se trataba de una “oleada” propiamente dicha, ya que en este período se dieron mayores operaciones de conglomerados o combinaciones diversificadas de compañías, las cuales pretendían diversificar sus negocios mediante la adquisición de otras líneas de mercado de diferentes sectores de la economía.

La cuarta fase tuvo su protagonismo entre la década de 1981 y 1991. En el caso norteamericano, este periodo tuvo su justificación en la revitalización de la libre iniciativa privada y la desregulación en determinados sectores de la economía. Estados Unidos tuvo, en este periodo, un objetivo específico, obtener una mayor cuota en los mercados, tanto a nivel nacional como transfronterizo, por lo que diversas empresas deciden comprar proveedores y clientes para acaparar un mayor margen de mercado target.

La quinta fase, según la doctrina, se inició en 1992 hasta la actualidad. En este período aparecen los compradores estratégicos, es decir, inversionistas que tienen la intención de adquirir empresas cuyo objeto social se encuentran relacionado con uno o varias de sus líneas de negocio.

---

<sup>4</sup> Resultado de las Fusiones Horizontales de aquella época tenemos a las que llevó a cabo DuPont, Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak y U.S. Steel, por citar algunos ejemplos.

Sin embargo, es conveniente indicar que a estas 5 fases, debería agregarse una que es la que se está viviendo actualmente. Si bien es cierto, este autor realiza una interesante clasificación de los períodos de *Merger Waves*, se debe ser consciente que en el 2008, como producto de la crisis económica internacional acaecida en los Estados Unidos, habría culminado la quinta fase para dar inicio a una nueva etapa, que habría abarcado desde el 2008 hasta la actualidad. En esta “sexta fase”, se dieron varias situaciones en las que las empresas pasaban por crisis económicas que resultaban ser, para algunos inversionistas que habían diversificado sus negocios (y que no habían sufrido tanto la crisis hipotecaria), una interesante oportunidad para adquirir empresas que se encontraban en situación complicada, por lo que el precio de adquisición (al ser menor) podía reflotarse.

Como toda economía, existen periodos de vacas gordas y vacas flacas. En el periodo de vacas gordas, toda la economía está en su mayor auge, y, evidentemente, pensar en adquirir o fusionarse con otras empresas resulta ser una operación relativamente cara. Por otro lado; en el período de vacas flacas, también existen oportunidades de negocio, ya que es un momento propicio para adquirir o fusionarse con alguna empresa target y donde disminuye el precio de los bienes, entre ellos, las empresas target, siendo una buena oportunidad para evaluar una concentración empresarial.

Resulta evidente que, muchas de estas oleadas de M&A han tenido como objetivo acaparar un mayor grado de mercado de la economía en donde se desarrolla la empresa, buscando obtener en determinados casos sinergias horizontales o verticales, dependiendo de la estrategia y el apetito comercial de cada mercado en particular, pero al fin y al cabo la idea es la misma, que la empresa busque adoptar una conducta tendente a la sinergia corporativa<sup>5</sup>.

A manera de complemento, resulta relevante indicar qué es lo que dice Mascareñas sobre la sinergia empresarial: “Las Fusiones y adquisiciones son un

---

<sup>5</sup> Las sinergias pueden tener un doble matiz. Por un lado, las sinergias pueden ser favorables, (sinergias positivas) cuando la conjunción total del giro de su negocio (en conjunto) sea superior a la suma de las partes; en el caso que amerita nuestro estudio, la empresa fusionada deberá tener un valor mayor en el mercado de si se tratase de empresas por separado. Por otro lado, tenemos también las sinergias desfavorables (sinergias negativas) resulta ser la otra cara de la moneda de la sinergia positiva y es, evidentemente, el resultado en que el “todo” resulta ser inferior al de las empresas operadas independientemente.

buena idea cuando el valor del mercado de la empresa combinada es mayor que el valor de las dos sociedades independientemente consideradas. Cuando esto ocurre, es decir, cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido un efecto sinérgico” (Mascareñas, 2004:4).

## 5.2 Viabilidad de la Fusión

Para llevar a cabo una fusión, se debe tener en cuenta las ventajas que esta operación traerá consigo, y si es que el diseño de la operación cuenta con un debido sustento económico-legal que lo justifique. Para la doctrina económica y jurídica, existe un consenso universalmente compartido por sus tratadistas, y que se basa principalmente en características de índole organizacional que justificarían llevar a cabo una F&A. En ese sentido, en las siguientes líneas, se brindarán algunos argumentos que viabilizarían las operaciones de F&A, así como otros cuya justificación probablemente se encuentre en una zona gris no tan clara.

### 5.2.1 Argumentos a favor de la Fusión (Ventajas)

Mascareñas clasifica las razones para llevar a cabo una fusión, buscando los argumentos que puedan darle la adecuada viabilidad a la F&A, por lo que clasifica estas operaciones como “razones válidas”, así como las que no son completamente justificables (Mascareñas, 2006).

En este punto, se enunciarán cuáles serían los factores que justificarían seguir adelante con una F&A. Una primera razón válida sería la creación de economías de escala e integración horizontal. La primera razón, conocida en el derecho anglosajón como Economies of Scale justificaría la F&A en tanto que su implementación reduciría los costos marginales de la empresa, permitiendo afrontar economías de gran escala, lo que traería consigo conductas con intención de acaparar el mayor grado de mercado de un determinado sector de la economía, por lo que la contingencia inmediata para la operación sería la alerta que le daría a las agencias de competencias de sus países. Es, mediante las F&A, que se podrían

dar situaciones monopolísticas u oligopolísticas y que podrían justificar controles ex ante antes de que se lleve a cabo la F&A (Echaíz, 2002).

Una segunda justificación válida la constituiría la integración vertical en la economía. Esta justificación también tiene su antecedente en el derecho norteamericano y es conocida por su referencia “Economies of Horizontal Integration”. Como ya se ha indicado anteriormente, existen situaciones donde las empresas buscan adquirir o fusionarse, ya sea con sus proveedores o con sus clientes. Piénsese, por un momento, en un ejemplo para cada situación. Existirá una integración vertical del proveedor cuando una compañía de construcción adquiera participación significativa de una empresa de fierros y/o vigas, así como la posible adquisición de cemento y/o ladrillos. En este caso, resulta obvio que la fusión permitirá reducir los costos derivados de los costos de transacción resultado de las negociaciones y suministro de los proveedores que ahora formarán parte interna de la cadena de producción de la empresa. Por otro lado, se tendrá una integración vertical del cliente cuando una empresa de extracción de petróleo desee adquirir una empresa de refinería, por ejemplo.

Una tercera ventaja resultaría ser la eliminación de ineficiencias de mercado, y tratada en el derecho norteamericano como “Eliminating Ineficiencias”. Las empresas, cuando les va mal, no sólo emanan este mensaje de ineficiencia al interior de las cabezas administrativas y/o de los trabajadores de la propia sociedad; sino también, constituye una externalidad negativa fuera de la sociedad, toda vez que brinda un mensaje al mercado de forma indirecta del mal desempeño de la sociedad. Lo que dice a los competidores es que su empresa no está siendo bien gestionada por sus actuales gestores administrativos. Lo que ocurriría en este caso es que se evidencian intenciones de la competencia en querer adquirir la empresa ya sea a través de una Fusión o a través de una Adquisición. El objetivo inmediato de los inversionistas (competencia) será darle un valor agregado a la empresa con una nueva gestión administrativa y, evidentemente, con nuevos socios que probablemente puedan dejar de lado a los socios minoritarios.

### 5.2.2 Argumentos con grado de incertidumbre (Posibles desventajas)

Ya se ha hecho alusión de las principales razones por las que debería llevarse a cabo una operación de M&A. Sin embargo, para Mascareñas, también existen situaciones que no necesariamente justificarían llevar a cabo una fusión o adquisición. En ese sentido, el autor hace una pequeña lista de las razones (no justificables) de apostar por una operación de M&A.

El primer elemento que este autor estudia es la “diversificación” o “Diversification”. Este autor explica que la diversificación no necesariamente sería sinónimo de crecimiento para la empresa y/o para el accionista. Si un accionista o inversionista quiere aumentar su rentabilidad y cuenta con excedentes de capital que desee invertir, probablemente sea “temeroso” ir en búsqueda de la adquisición de una empresa. Lo más conveniente, en caso que el inversionista tenga la necesidad de invertir, es que pueda recurrir al mercado financiero directo o indirecto, e inclusive a mecanismos alternativos como un Fondo Mutuo o Fondo de Inversión. Ello no quiere decir que no sea adecuado adquirir una empresa mediante fusión o adquisición, ya que ello dependerá de cada situación en particular. Lo aquí mencionado no quiere decir que apostar por la diversificación será la forma más eficiente de adquirir una empresa, ya que esta premisa no está del todo garantizado.

Es importante tener en consideración que al adquirir una empresa no sólo se adquieren las ventajas económicas que ella puede representar, sino también los costos hundidos que no necesariamente reportarán un beneficio económico a los inversionistas ni a la sociedad. Así, el accionista podría comprar acciones o bonos de otras empresas que resulten también atractivas económicamente.

Una segunda razón que no necesariamente justificaría una fusión o una adquisición sería el aumento de las ventas. Resulta evidente que si una empresa adquiere diez compañías dedicadas a la venta de zapatos de mujer va a vender más cantidad de los mismos. Ello es evidente, toda vez que los zapatos de mujer siempre son adquiridos por las féminas, independientemente de un ciclo

económico o factores estacionales que puedan alterarlo. Pero, no necesariamente vender más signifique ganar más (al menos, en el corto plazo). Supóngase que una empresa de zapatos de mujer y de accesorios de cuero tiene como objetivo, adquirir a sus tres principales competencias. El valor de cada empresa competidora (sólo por ejemplificarlo), cuesta cien mil Soles. Entre estas tres empresas, resultaría una inversión de trescientos mil Soles. Sin embargo, las ventas anuales de cada una no superan los diez mil soles. Nace la interrogante: ¿resultaría convincente realizar una inversión para vender más pero no ganar más? Probablemente la respuesta sería negativa.

Recuérdese que lo que se busca mediante las operaciones de F&A es generar un beneficio directo para todos los accionistas, incrementando el valor de sus inversiones y/o creando un aumento del valor de su empresa; sin embargo, este análisis no siempre es fácilmente realizable, ya que tiene que estudiarse no como un todo, sino como líneas de negocio independientes y verificar si es que la ganancia resultante de la F&A sea justificada, al menos desde el punto de vista económico.

Una tercera ventaja no justificable serían los intereses de los directivos (Management Preferences) y los costos de agencia derivados de las operaciones de F&A. Piénsese por un momento como si fuera un administrador o un gerente, resultará mucho más beneficioso para los propios administradores (gerentes o plana directora) tener una mayor cantidad de empresas y de líneas de negocios; de esta manera será más probable obtener mayores rendimientos en diversas inversiones que si sólo se enfocan a una compañía en particular. Piénsese ahora en una empresa que se dedica a manufacturar teléfonos celulares, pero que también quiere adquirir empresas dedicadas al diseño y construcción de tablets, televisores, cocinas, inclusive, llegando al rubro de manufactura de automóviles. ¿No sería mucho más atractivo para el director o el gerente tener inversiones en estos sectores? ¿No aumentarían sus bonos corporativos de desempeño?

La respuesta a ello podría ser, probablemente evidente y positiva, sin embargo, la diversificación de las inversiones está asociada a recibir determinadas

ganancias y rentabilidades producto de las inversiones. Existen, muchas veces, costos de agencia (Agency Costs) en la que los intereses de los directivos no siempre están alineados con los de los accionistas o, incluso, la empresa. Muchos directivos buscan satisfacer sus necesidades e intereses mediante la adquisición de diversas empresas de diferentes negocios para obtener mayores ganancias en el corto plazo, pero que probablemente no representan un beneficio directo para los accionistas.

Otra justificación, es considerada también peligrosa, es pensar que toda empresa a la que le va mal constituiría de por sí una oportunidad de negocio que no debe dejarse pasar de ninguna manera. Se debe advertir que en los diversos mercados industriales no existen las “gangas”. Las empresas nacen, crecen y mueren con el tiempo, sólo las que se logran adaptar a los cambios cíclicos de la economía y a los avances tecnológicos están destinadas a mantenerse de forma continua en el mercado. Sin embargo, las empresas también pasan por crisis que si no son salvadas oportunamente, pudiendo debilitar el valor de la compañía y ser adquiridas por otras empresas, inversionistas o inclusive la competencia misma. No puede pensarse que la adquisición de una empresa por una compañía con un órgano de gestión distinto garantizará el reflotamiento de la empresa en riesgo.

Es evidente que existen un sin número de razones justificables (y otras que no) para llevar a cabo una fusión, sin embargo, se debe tener la idea que las operaciones de F&A obedecen a cada situación en particular, a cada negociación, a cada empresa, a cada ciclo económico; es decir, cada ingeniería contractual de F&A tendrá matices particulares que deberán ser correctamente analizados y estudiados para confirmar si resulta o no conveniente llevar a cabo esta operación. Para ello, y con la intención de asesorar (legal y financieramente) de forma adecuada a los accionistas o inversionistas, sea del lado del vendedor o comprador, se podrá contar con las herramientas necesarias para brindar una asesoría íntegra y proyectada hacia la generación de beneficios directos e inmediatos.

Las fusiones y adquisiciones empresariales responden siempre a una intención o razón particular, la cual en la mayoría de los casos está relacionada a situaciones de carácter empresarial, las mismas que pueden tener una naturaleza económica o estratégica (sinergias corporativas). Es debido a aquella búsqueda de sinergias que se puede hablar de fusiones de carácter horizontal, de carácter vertical, de combinaciones diversificadas, de incremento de participación de mercado, entre otras.

Si bien una de las razones que se consideran para llevar cabo un M&A son las sinergias que se forman luego de cerrada la operación, estas no son las únicas razones que motivan su realización. De la misma manera en que existen razones para llevar a cabo un M&A, existen diversas razones para no concretar una de estas operaciones.

En ese sentido, uno podría encontrar como justificación a la realización de un M&A a la economía de escala, a la integración vertical o a la eliminación de ineficiencias de mercado que se obtendrán como consecuencia de esta; sin embargo, también podría encontrar supuestos que contengan un grado de incertidumbre tal que representen posibles desventajas. Al respecto podríamos señalar a la diversificación, el aumento de ventas, los management preferents y los costos de agencia, así como la idea de que toda empresa a la cual le va mal constituirá por sí misma una oportunidad de negocio.

## CAPÍTULO VI. OPERATIVIDAD DE LA ADQUISICIÓN EMPRESARIAL (M&A)

### 6.1 Modalidades de Fusiones

Respecto a las modalidades a través de las cuales se puede realizar una Fusión, la Ley General de Sociedades (Ley N°26887) establece, taxativamente, dos mecanismos. La primera de ellas es la Fusión por Absorción, siendo la segunda, la Fusión por incorporación. La diferencia entre estas dos reviste únicamente una diferenciación de carácter formal, por lo que no habría ninguna diferencia sustancial entre estas modalidades. Cualquier proceso que diste de adoptar cualquiera de estas dos modalidades no podrá ser considerado propiamente una operación de Fusión, ya que la norma es muy clara al distinguir estas dos únicas posibilidades.

La doctrina mayoritaria y especializada, señala:

“(…) esa doble modalidad de la fusión no hace variar la esencia íntima del fenómeno jurídico, pues en ambos supuestos se produce la unificación de patrimonios, de socios, de relaciones jurídicas que es característica de la fusión. La diferencia entre ambos procedimientos de fusión es puramente externa y formal, más no sustancial. No debe inducir a error la posición de algunos tratadistas que parecen reservar el termino fusión para el supuesto de que se cree una sociedad nueva, y hablan de anexión o absorción en la otra modalidad, pues la incorporación, anexión o absorción es una simple modalidad del fenómeno genérico de la fusión” (Garrigues y Uría, 1976: 744).

En las siguientes líneas se procederá a explicar brevemente cuáles son las modalidades en la Ley General de Sociedades, así como identificar las semejanzas que existen con las figuras de F&A en el sistema anglosajón.

#### 6.1.1 Fusión por incorporación

La primera modalidad de Fusión es la fusión por Incorporación. Esta modalidad incluye dentro de sí una serie de características propias, siendo éstas: la reunión de todos los patrimonios integrales de las empresas participantes en la operación, con el objetivo de pasar a formar ahora un nuevo patrimonio independiente. Una segunda característica de este tipo de modalidad es que la

transmisión de los patrimonios tiene como finalidad constituir una nueva empresa que es la que recibe los “nuevos” aportes. Una tercera característica es que, como resultado de la Fusión por incorporación de las sociedades, las sociedades incorporadas dejan de existir, ya que éstas terminan extinguiéndose. Una cuarta característica de esta versión de Fusión es que la transferencia del patrimonio transferido se realiza en bloque y a título universal (lo que ha sido ya explicado en este trabajo). Finalmente, una última característica de esta modalidad es que los titulares de las sociedades (ya sean socios o accionistas) reciben acciones o participaciones de la nueva sociedad como producto de la fusión, siendo estos títulos distribuidos dependiendo de la participación que tuvieron en la anterior sociedad y/o la que pasarán a tener.

#### 6.1.2 Fusión por absorción

La otra modalidad es la Fusión por Absorción. Tal como sucede en el caso de la fusión por incorporación, esta variante cuenta con ciertas características que la distinguen de la anterior modalidad y que también se desarrollan muy brevemente. En el caso de las fusiones por incorporación, la absorción por parte de la compañía se realiza mediante la adopción de los patrimonios integrales de una o más compañías que serán las empresas absorbidas. Esta operación incluirá también la extinción de la personalidad jurídica de aquellas empresas que han sido absorbidas. La transferencia de patrimonio que realizan las empresas absorbidas se realiza en bloque y a título universal, lo que significa la transferencia en un solo acto de todos los activos y pasivos de estas compañías.

Resulta conveniente hacer una breve mención a las modalidades que existen en la regulación anglosajona (en lo que respecta a las modalidades que adoptan las operaciones de *Mergers* en Estados Unidos).

Así pues, si bien no se podrá estudiar la naturaleza de estas modalidades, resulta importante, para efectos académicos, mencionar cuál es el tratamiento y diferenciación que las *Mergers* adoptan en la estructura legal corporativa de Estados Unidos.

A las fusiones por absorción se les conoce como operaciones de “Forward Merger”, siendo ésta la estructura legal más típica utilizada en Estados Unidos para realizar una fusión societaria. El tratamiento societario es el mismo, en el que una empresa subsume a su estructura corporativa a aquella que ha decidido absorber, manteniéndose la empresa fusionante operativa, extinguiéndose la empresa absorbida.

Una segunda figura de fusión utilizada en el derecho norteamericano es la “Reverse Merger”. Es cuando la empresa más grande compra a la empresa más pequeña, siendo la más pequeña la empresa “sobreviviente”, que se puede justificar incluso por factores estratégicos tales como beneficios tributarios, mantenimiento de marcas o patentes, en el cual la empresa más pequeña es titular de algún derecho que manifieste una conveniencia y reducción de tiempo y costo en su obtención, entre otros varios factores.

Adicionalmente, se tiene las conocidas “Merger of Equals”. Estas operaciones son comunes cuando el factor “control” no es relevante para las sociedades, ya que es muy poco usual que alguna de ellas pretenda detentar el control de la empresa creada a través de la fusión. La propiedad de las acciones se encuentra distribuido entre las partes de manera casi similar, siendo titulares las empresas en rangos que oscilan entre el 45% al 55%. Este tipo de operaciones suelen darse cuando se pretenden crear sinergias empresariales evitando pagar un monto elevado por el total de la empresa competidora, por lo que se obtiene una cantidad de acciones que le permita tener cierta participación significativa en la nueva compañía.

Finalmente, el derecho corporativo anglosajón cuenta con las “Triangular Mergers”. Este tipo de deals cuenta con tres partes en la operación: el adquirente, la empresa target y la empresa adquirida subsidiaria. No siempre la fusión de empresas se realiza entre compañías completamente independientes, sino que ésta se realiza entre sociedades vinculadas por una relación de subordinación; no siendo necesario el requisito de aprobación de todas las asambleas en los casos en que la matriz controla el 90% o más de las acciones de las compañías

subordinadas participantes en el deal. En algunas ocasiones, una de las empresas que participa en el deal constituye una filial, que es la empresa que ha de participar en la operación de fusión. La filial absorbe a la sociedad target conservando la adquirente el control directo de la compañía. Al culminar la operación, la matriz termina teniendo un porcentaje significativo de la filial que a su vez ha adquirido el target.

Otra variante del Triangular Merger es que una de las empresas constituya una nueva sociedad, a la cual controlará, recibiendo los nuevos activos a transferirse a los accionistas del target como contraprestación de su inversión, siendo la filial quien participe de manera directa en el proceso de fusión con la sociedad target.

### 6.1.3 Compra de acciones y compra de activos

Dentro de las operaciones de Adquisición suele diferenciarse dos modalidades para poder adquirir el control de una empresa; una de ellas es la compra de acciones, que se realiza principalmente a través de un SPA (Stock Purchase Agreement o un Share Purchase Agreement); y cuya regulación americana ha sabido incluir determinadas cláusulas y herramientas dentro de los contratos de compraventa de acciones dentro de los procesos de Acquisitions. Por otro lado, se tiene una segunda variante, que es la adquisición de determinados activos de la sociedad. Cada una de estas variantes tiene un efecto interno y externo para la sociedad, las cuales se procederá a indicar brevemente a continuación.

Todo proceso de negociación inicia con una serie de acuerdos en los que las partes manifiestan sus principales intereses y necesidades. En el caso de una adquisición empresarial, se busca que mediante el SPA se transfiera la propiedad de la empresa target al que se encuentra más interesado en la operación; es decir, al eventual inversionista o comprador. Este SPA constituye no sólo un mecanismo jurídico por el que se formaliza el acuerdo, sino que también permite ser una herramienta de transferencia de información entre las partes, ya que mediante este acuerdo, las partes irán transfiriéndose información del target a fin de que el

comprador conozca (al menos superficialmente) la condición de la empresa o activos que ha de adquirir.

Ahora, dentro de la estructuración del contenido del SPA, la normativa peruana permite que, mediante la libertad contractual, las partes puedan someter sus intereses como mejor les convenga (dentro de los límites legales establecidos, evidentemente) y puedan elegir el vehículo normativo más eficiente a sus intereses particulares. Esto les permite distribuir eficientemente los riesgos derivados de una negociación tan delicada como lo es la transferencia de propiedad de una empresa a otro titular, así como el establecimiento de saber cuál de las partes asumirá la responsabilidad en caso existan vicios ocultos al momento de negociar el Merger o Acquisition.

La estructura y contenido usual que tienen los contratos de compraventa de acciones y los de fusiones en el Perú obedecen a la corriente e influencia norteamericana y que ha venido extendiéndose en la cultura del Civil Law, por lo que varias jurisdicciones de ascendencia civilista europea han venido adoptando las características y herramientas del derecho corporativo norteamericano.

En el caso del contrato de compraventa de acciones, las partes buscan establecer las condiciones de la transferencia de propiedad de las acciones del vendedor al comprador, lo cual presupone que exista un intercambio bastante fluido de información entre las partes sobre lo que refleja evidentemente la compañía target, así como lo que no es evidente para el comprador y que requiere de una serie de manifestaciones por parte del vendedor respecto a la información que no es del todo clara y que no es fácilmente percibida por el potencial adquirente. Es usual que la negociación de un contrato de compraventa de una compañía inicie con la remisión de un borrador del contrato, lo cual puede encontrar ciertos matices particulares dentro de su propia elaboración.

El contrato de compraventa de acciones (SPA) es en términos conceptuales mucho más sencillo si se quiere ver desde la óptica legalista. Lo único que el vendedor transfiere son las acciones de la sociedad target. La venta de acciones,

intrínsecamente, implica que el comprador asumirá todo con lo que viene consigo la empresa, no sólo los activos y pasivos, sino que también adquirirá las relaciones jurídicas detrás de la sociedad, y, dependiendo de la cantidad de acciones a ser adquiridas (control societario) podría llevarse personal administrativo y de planta, conocimientos empresariales de la empresa target, su posición en el mercado, etc. Por otro lado, en el caso de una adquisición de activos, lo que el comprador se llevará lo que él haya determinado conveniente para sus fines empresariales.

A diferencia de la adquisición de las acciones, el comprador puede comprar, no sólo elementos del activo, sino también del pasivo, ya que se efectuará con lo positivo y lo negativo que traigan las acciones detrás de ellas. En ese sentido, resultará clave identificar cuál es exactamente la intención de las partes al momento de negociar los términos del contrato y, sobre todo, definir adecuadamente si se optará por la compra de acciones o de activos.

Evidentemente, la decisión se fundamentará en los costos de transacción que cada una de las modalidades adopte. Así pues, dependerá de los intereses y costos económicos, financieros, de información y transaccionales que cada parte esté dispuesta a invertir en uno u otro escenario. A continuación, se brindará una breve diferenciación a los aspectos que han de tener en cuenta los intervinientes en la negociación del M&A, a fin de comprender cuál sería el marco más adecuado para sus intereses particulares.

En lo que respecta al precio, en el caso del SPA, la sociedad lo recibirá de forma directa como accionista, pudiendo repartirlo a sus accionistas posteriormente; por otro lado, en el caso de la compraventa de activos, el precio lo recibirá la compañía y originará el reparto de dividendos o una reducción de capital para repartirlo al fondo.

En lo que concierne a la transferencia de los bienes (sean muebles o inmuebles), cuando se trate de un SPA, éstos se mantendrán dentro de la sociedad, sin requerir la aprobación por parte de la compañía; sin embargo, en

caso se trate de una compraventa de activos, el tratamiento que tendrán los bienes podrán requerir aprobación en caso pesen sobre ellos cargas o gravámenes.

En lo relacionado a contratos, derechos, cuentas por cobrar y relaciones jurídicas, en el caso del SPA, no se requerirá aprobación para su transferencia (salvo acuerdo expreso en contrario), toda vez que se mantendrán dentro de la espera de la empresa. Caso contrario, en el caso de la compraventa de activos, estos contratos y demás relaciones obligacionales requerirán necesariamente la aprobación de la contraparte contractual, así también como la del acreedor.

Un tema importante a tener en cuenta en este tipo de modalidades es que el inversionista considere convenientemente en optar por una u otra opción, es la relacionada al factor riesgo. En el caso del SPA, el riesgo es más alto para el comprador, ya que al momento de escoger esta modalidad de SPA, éste adquiere los activos, pasivos, patrimonio, relaciones jurídicas con terceros, relaciones laborales de sus trabajadores, etc. Mientras que, en el caso de la compraventa de activos, el riesgo es mucho menor para el comprador, toda vez que éste selecciona qué activo es el que es de su mayor interés (lo que en el derecho corporativo norteamericano se conoce como “Cherry Picking”). En este último caso, los pasivos no son adquiridos por el comprador, salvo cuando ellos sean colaterales, como por ejemplo, los pasivos laborales, los tributarios, e incluso ambientales).

En el caso de los Reps & Warranties (declaraciones y garantías), las cuales van a ser desarrolladas posteriormente en el presente trabajo, se debe adelantar que en el caso de los SPA, los Reps suelen tener un mayor alcance en este tipo de contratos de compraventa de acciones, lo cual puede afectar de mayor o menor forma el precio de las acciones o que el mismo sea supeditado a una cuenta escrow. Por otra parte, en el caso de la compraventa de activos, el tratamiento de los Reps tiene un menor alcance en esta variante, donde se suelen hacer menores ajustes al precio final.

En cuanto a la implementación de cada una de las modalidades, en el caso del SPA resulta ser un proceso mucho más rápido, la transferencia se realizará con la

simple matrícula de acciones que el comprador regularice una vez que haya realizado la adquisición de las mismas y que se han registrado a su nombre dentro de este libro societario. En el caso de compraventa de activos, el tiempo de implementación suele por lo general ser mayor, toda vez que ello incluye un proceso interno de transferencia de cada activo, la obtención de licencias u autorizaciones en caso estos activos tengan alguna condición especial (por pertenecer a un proyecto, concesión o dominio público por ejemplo); y/o relacionados a la cesión de posición contractual en la que la contraparte tenga que contar con la conformidad de su contratante para poder disponer su cesión en el contrato.

Un tema que quizá llame mucho más el interés de quienes acceden a una u otra modalidad es el factor impositivo. En algunas ocasiones el factor tributario jugará un rol decisivo en la adopción de una u otra opción. En el caso del tratamiento fiscal que tiene el contrato de SPA, se aplicará una tasa impositiva por concepto de impuesto a la renta; no aplicando el impuesto general a las ventas ni tampoco el impuesto de alcabala para el caso de inmuebles. Por otro lado, para el caso del tratamiento tributario de la compraventa de activos, en caso el vendedor sea una persona jurídica, se aplicará un impuesto a la renta ascendente al 28%, aplicándose el impuesto general a las ventas y el alcabala correspondiente en caso se trate de inmuebles.

Como ya se ha podido determinar, en el caso del SPA (compraventa de acciones) y en el caso de compraventa de activos, una u otra opción dependerá no sólo de los efectos legales y contables de cada operación, sino que también se fundamentará sobre la base de la estrategia corporativa de la empresa. Habrá compradores o vendedores que, si bien es cierto, pueden tener mayores costos de transacción en una u otra opción, su adopción responderá a decisiones corporativas internas previamente evaluadas.

#### 6.1.4. La Escisión como mecanismo de adquisición/creación del negocio

Ahora bien, si bien es cierto, la estructura del presente trabajo se encuentra principalmente enfocado a tratar a la Fusión y Adquisición como mecanismos de

toma de control corporativo, no se debe dejar pasar desapercibida la figura de la Escisión, la cual se encuentra regulada por la Ley General de Sociedades y sobre la cual se realizará una breve mención, por las limitaciones de espacio aquí consideradas.

La escisión constituye un tipo de reorganización societaria, mediante el cual se busca realizar la segregación de los bloques patrimoniales, sea para aportarlos a otra sociedad o para crear una o nuevas sociedades. La práctica denomina sociedad escindida a la empresa que segrega uno o más bloques patrimoniales, mientras que la sociedad absorbente será aquella que reciba los bloques patrimoniales de la sociedad escindida.

Las modalidades consagradas en la Ley General de Sociedades son dos: la Escisión Total y la Escisión Parcial. La primera de estas dos modalidades, la sociedad escindida aporta uno o más bloques patrimoniales a una o más sociedades, sean nuevas o existentes y, posteriormente, extinguirse sin liquidarse ni disolverse.

La otra modalidad de escisión, es la parcial; respecto de la cual la sociedad escindida aporta uno o más bloques patrimoniales a una o más sociedades, con la particularidad que no llegan a extinguirse, toda vez que la sociedad escindida conserva al menos un bloque patrimonial, no extinguiéndose (la sociedad y ajustando su capital social en el monto que resulte correspondiente).

Los accionistas o socios de las empresas escindidas serán quienes recibirán las acciones o participaciones que emita la sociedad que se hubiere beneficiado con el bloque escindido. Cabe recordar que el bloque patrimonial, de acuerdo a lo definido en la Ley General de Sociedades podrá abarcar uno o más activos; uno o más pasivos y cuando menos un activo e; inclusive, un Fondo Empresarial.

Lo importante en este punto es denotar que, al igual que en los procesos de Fusiones y Adquisiciones, la escisión constituye un mecanismo que le permite a una empresa poder crear una nueva sociedad mediante el aporte de un bloque

patrimonial. Esto incluye la posibilidad que la incorporación a una nueva sociedad sea mediante la transferencia de este activo que a lo mejor la compañía target considere interesante y que se puedan crear sinergias corporativas. Evidentemente habrá que regular de manera conveniente los acuerdos que arribe la plana directiva a fin de evitar cualquier tipo de contingencia.

## 6.2 Principales características de las F&A

### 6.2.1 Unificación societaria: Conjunción de Órganos de Gestión

Cuando una sociedad decide fusionarse con una o más empresas, la composición societaria, económica y legal de estas empresas pasan a formar parte de una sola sociedad, mediante la transferencia de los activos y pasivos, la incorporación y/o modificación de los órganos de decisión (Gerencia y Directorio), estructura accionaria, marcas, patentes, entre otros; por lo que, podemos concluir que la unificación societaria sería una de las más importantes características de las Fusiones. Solo por citar un ejemplo, una empresa del sector de costura ahora pasaría a incluir, dentro de su línea productiva, las demás fases de producción de determinadas prendas de vestir en caso de adquirir empresas que en algún momento fueron competencia, pero que ahora formarían parte de su estructura corporativa.

Se puede concluir entonces que, con motivo de la fusión, se genera un novedoso organismo social totalmente independiente, resultado de la intención y vínculo existente entre las empresas absorbidas o incorporadas.

Messineo se pronuncia sobre el particular e indica:

[L]a fusión tiene como finalidad práctica la formación de un organismo social nuevo, que, naturalmente, resultara de dimensiones mayores respecto de aquellos que se fusionan; la fusión constituye, desde el punto de vista técnico-jurídico, la forma externa de aquel fenómeno de los vínculos y coaliciones entre empresas (especialmente sociales) de que se hablará; pero es necesario añadir que, propiamente, la fusión suprime todo vínculo, puesto que conduce a la unificación jurídica, además de económica, de las dos o más empresas, dando lugar a un sujeto jurídico único allí donde, antes de la fusión, existían dos (o más) (Messineo, 1971: 561).

## 6.2.2 Transmisión patrimonial en bloques y a título universal

El artículo 344 de la LGS indica que la Fusión se realiza mediante la transmisión en bloque y a título universal de los patrimonios de las sociedades que se extinguen en la sociedad absorbente o incorporante, dependiendo de la modalidad que haya adoptado estratégicamente la plana directiva y/o gerencial.

Cuando la norma alude a que la transferencia del patrimonio se realiza “en bloque”, se alude a que ésta es realizada en un solo acto, de manera tal que se traslada, en una sola oportunidad, la integridad del patrimonio (considerando todos los activos y pasivos), de las sociedades absorbidas o incorporantes a la nueva sociedad creada; extinguiéndose éstas últimas para pasar a formar parte del patrimonio de esta nueva compañía.

Por otro lado, cuando la norma hace alusión a “título universal”, se debe entender que los patrimonios de las empresas absorbidas o incorporadas a través de esta operación abarcarán, íntegramente, la adopción de los derechos, obligaciones, bienes, y demás que sean de propiedad de estas empresas para formar parte de la nueva compañía de manera automática (Palmadera, 2009).

Joaquín Garrigues y Rodrigo Uría definen correctamente lo que debe entenderse por transferencia en bloque y a título universal, señalando lo siguiente:

[E]l principio de la sucesión universal ayuda eficazmente al traspaso patrimonial de una a otra sociedad al permitir que los distintos bienes, derechos y obligaciones integrantes del patrimonio de la sociedad disuelta se transmitan *uno actu*. Si no se acepta este principio, habría que adoptar el lento y dispendioso procedimiento de descomponer la transmisión patrimonial en los singulares negocios jurídicos idóneos para la transmisión de los distintos elementos integrantes del patrimonio (la compraventa, la cesión de créditos, el endoso, etc.) y con ello las posibilidades prácticas de la fusión quedaron reducidas a cero. Con la cesión en bloque no habrá necesidad de que los administradores de las dos sociedades estipulen tantos contratos de cesión como sean los créditos, ni notificar el cambio de acreedor a los deudores, ni endosar las letras y demás títulos (Garrigues y Uría, 1987: 408).

## 6.2.3 Extinción de las sociedades incorporadas a la absorbente

Ahora bien, la extinción de las sociedades incorporadas o absorbidas es otra de las características (consecuencias) de la fusión. La operación de Fusión en sí, constituye una herramienta más ágil al proceso de incorporación corporativa de las empresas que participan en la conjunción empresarial. Así, se produce de forma automática la extinción de la personalidad jurídica de las absorbidas o incorporadas. Es evidente la imposibilidad de pretender que la personalidad jurídica se disuelva, menos aún el vínculo social se liquide.

Al hacer alusión a esta característica, principalmente tratadistas europeos se han posicionado en dos diferentes doctrinas jurídicas. Por un lado, quienes consideran que después de la fusión se elimina de por sí el vínculo social original. En ese sentido, Girón señala:

[I]a idea contraria se basaría en el hecho de que, como los socios de las extinguidas, al momento de extinguirse estas, pasan a ser socios de la fusionante, existe una continuidad en la existencia de los lazos sociales. Pero este razonamiento olvida que sería otra la sociedad u otros los lazos jurídicos sociales (Girón, 1976: 360).

Por otro lado, otra corriente doctrinaria considera que, a pesar de crearse una nueva empresa, los vínculos societarios se mantienen inter-societariamente entre los socios y el propio giro de las empresas intervinientes, preservándose aún los vínculos sociales entre los socios o accionistas, pues ellos pasan ahora a ser parte de la nueva sociedad.

En esa línea de ideas, Alfredo de Gregorio refiere:

[E]n la fusión ocurre normalmente, con la traslación de los socios a la sociedad incorporante, no solo el fenómeno ahora examinado (persistencia de un vínculo social no obstante la extinción del ente) sino una novación de la compleja situación resultante del vínculo mismo en un campo, como es el del estado de socio, en que la novación se habría podido considerar por sí misma inaplicable (De Gregorio, 1976:262-263).

#### 6.2.4 Vinculación de los nuevos accionistas

Como resultado de las operaciones de M&A se tiene que, al producirse una de estas dos modalidades de operaciones de M&A, los socios de cada empresa pasarán ahora a tener los mismos intereses en común, pasarán ahora a sentarse en

la misma mesa de negociación formando un solo interés colectivo en aras de resguardar los intereses de la Newco con un nuevo objetivo en común: hacer que la empresa que se ha creado como consecuencia de la Fusión o de la Adquisición, reúna y adopte las sinergias necesarias para poder ampliar y desarrollarse eficientemente en el mercado.

Los tratadistas Uría y Garrigues indican:

[N]o basta la confusión total de dos o más patrimonios sociales para que pueda hablarse de fusión en el sentido rigurosamente técnico. Fundir sociedades no es solamente unificar patrimonios, negocios o empresas; es algo más: es unificar grupos sociales que tienen un soporte humano de importancia decisiva. De ahí que la fusión, además de afectar a los elementos patrimoniales, lleve a establecer un vínculo directo entre los miembros de cada grupo. Los socios de cada una de las sociedades fusionadas se reagrupan en la sociedad única que personaliza la fusión. Por esto puede decirse que lejos de producirse la disgregación del vínculo social que liga a los distintos socios de las sociedades que se funden, se produce, en definitiva la ampliación de ese vínculo (Uría y Garrigues, 1976: 755).

En esa misma línea de pensamiento, Alfredo de Gregorio, citando a Ferri, indica:

[o]bsérvese incluso que el más reciente y agudo análisis jurídico de la fusión se concluye con la tesis de que su carácter esencial están en la “compenetración de los grupos sociales”. Ahora bien, a nosotros nos parece que la fusión, tal como está regulada por nuestro código, hace posible una transfusión de socios de una sociedad a otra sin pasar a través de las disciplinas propias de las nuevas constituciones de sociedad” (De Gregorio, 1950: 260).

Es mayoritariamente coincidente a esta postura, toda vez que se infiere que la esencia e intención principal de las sociedades, cuando planean fusionarse, es crear una nueva empresa independiente, en la que no necesariamente se mantendrá la misma proporción accionaria (que incluso podría llevar al ejercicio del derecho de separación del socio que no se encuentre de acuerdo con mantenerse dentro de la estructura societaria de la nueva empresa). Por esta razón, la fusión no mantiene la misma composición social anterior a la de llevarse a cabo, sino que su creación incorporaría diversos elementos adicionales que pueden modificar, sustancialmente, el giro del negocio y, por supuesto, el desarrollo de sus actividades empresariales.

### 6.3 Negociación previa a la adquisición

Dentro de todas las fases de negociación previas al M&A, dependiendo de la decisión que las partes adopten, se tendrán negociaciones y documentos diferenciados por cada acuerdo a ser implementado, principalmente, desde el inicio de las tratativas. Esto permitirá que, progresivamente, las partes intervinientes vayan estableciendo de antemano cuáles serán los principales documentos y acuerdos sobre los cuales se formará y fundará la Merger o Acquisition.

La importación de varias de las herramientas y cláusulas del derecho corporativo norteamericano han venido a ser implementadas de manera conveniente dentro de la regulación y práctica habitual que ya ha venido haciéndose estandarizada en el mercado peruano. Hablar de la Letter of Intention, Memo of Understanding; entre otros, es hablar de importación norteamericana. Muchas de las principales operaciones de M&A realizadas en suelo internacional deben su origen a la importación de estas cláusulas. Este tipo de cláusulas anglosajonas han sido implementadas inclusive dentro del derecho brasilero, colombiano, entre otros países que han visto dentro de su desarrollo la necesidad de acoplar estas instituciones a sus contratos, sean de Fusiones o de Adquisiciones.

A continuación, se explicará cuál es la fase en la que la normativa peruana se complementa con la experiencia del derecho corporativo norteamericano y cómo es que se vincula con las instituciones legales reguladas en el código civil peruano para entender y, a la vez, diferenciar los conceptos e identificar la característica de cada herramienta jurídica, lo cual, permitirá poder estructurar adecuadamente los contratos de Fusiones y Adquisiciones en nuestro sistema legal.

#### 6.3.1 Memo of Understanding (MOU)

El Memorando de Entendimiento, o conocido como “MOU” por sus siglas en inglés, hace referencia al denominado Memo of Understanding. Mediante este

documento, propio de una negociación previa a llevar a cabo una fusión o una adquisición empresarial, las partes logran formalizar una serie de negociaciones y conversaciones, reflejándose en el MOU los acuerdos marcos o guías que regirán en lo sucesivo, los términos, condiciones y principales covenants sobre los cuales se llevará y concretará finalmente la negociación.

Una vez que las partes logran arribar a una serie de entendimientos preliminares sobre el contenido básico de la operación, las partes usualmente logran suscribir un MOU, pretendiendo establecer un marco en virtud del cual se llevarán posteriormente las negociaciones del M&A. Este documento tiene, en esencia, una principal justificación, evitar que se negocie posteriormente el M&A, lo cual podría retrasar la operación y consecuente formalización. Cuando una empresa está en el ojo de un comprador o alguna empresa que considera conveniente hacerse con la empresa target, el factor de negociación suele ser demasiado denso y, probablemente, el más largo de todo el proceso de incorporación empresarial. Por ello, se van adelantando las negociaciones a fin de que pueda ganarse tiempo y oportunidades que eviten mayores costos de transacción asociados a la posterior negociación. Por ello, se considera que la importación de este tipo de acuerdos no sólo ha traído aparejado consigo un importante avance dentro de las negociaciones entre las partes, sino que su utilización no se contrapone con ninguna norma peruana, por el contrario, su redacción obedece principalmente a los intereses de las partes y no entra en colisión con la tradición civilista sobre la cual se basa su redacción.

Si bien es cierto, el Due Diligence suele ser una fase esencial e independiente dentro de la negociación y concretización de la operación de M&A, el MOU suele incluir dentro de su estructura una cláusula sobre Due Diligence (trataremos este punto con mayor énfasis en un capítulo independiente dentro de la presente tesis). La inclusión de este tópico permite al adquirente poder obtener toda la información de índole legal y financiera de la compañía target, con la finalidad de poder realizar las auditorías que resulten necesarias y se puedan determinar la existencia de las correspondientes contingencias.

Sobre este punto se debe indicar que no suele incluirse dentro de un MOU o una negociación previa la necesidad de obtención de información preliminar de la empresa target que el potencial comprador desee revisar; sin embargo, ello no resulta ser una limitante para que el eventual comprador pueda tener acceso a determinada información desde el inicio de las negociaciones. Por ello, la colaboración de la sociedad target (así como la de sus funcionarios en proporcionar aquella información que sea útil para los asesores financieros y legales), les permitirán poder evaluar y cuantificar las posibles contingencias, por lo que las partes podrán ir designando, inclusive antes de la fase real del Due Diligence, aquellas personas que se encargarán de obtener esta data a ser intercambiada, a fin de ser un canal de comunicación entre la empresa compradora y la empresa a ser fusionada o adquirida.

Por otro lado, en los MOU suele también incluirse una cláusula sobre el plazo, que suele ser determinado, por más que este tipo de documentos no sea vinculante y probablemente se encuentre condicionado a la suscripción de un SPA o de un Merger Agreement. Sin perjuicio de lo aquí indicado, las partes podrán prever su regulación y evitar, en un futuro, el inicio de negociaciones sobre este punto, por lo que se anteceden a establecer las reglas básicas del plazo para cerrar y culminar la negociación.

Un punto también importante consiste en incluir dentro del MOU una cláusula sobre la contraprestación; por el cual se redacta en este documento la posibilidad de establecer un monto máximo a ser pagado por la obtención (vía fusión o adquisición) por la empresa target. Sobre la determinación del precio, éste jugará en base a las contingencias que pueda tener la compañía, por lo que una empresa con muchos pasivos y con pasivos ocultos valdrá menos que una empresa limpia libre de contingencias, afectándose hacia arriba o abajo el precio de compra de las acciones.

Otro factor de especial relevancia a considerar dentro de la redacción del MOU será anticipar el factor de permanencia dentro de la operación. Este aspecto involucra el leal y diligente comportamiento de la sociedad a ser adquirida, toda

vez que ésta tiene una condición que, a la fecha de las negociaciones, tiene determinado valor para el posible adquirente y que desea que se mantenga en las mismas condiciones. Esto quiere decir que la compañía target deberá evitar, mediante esta cláusula, a realizar determinadas actividades, celebración de contratos o actos que puedan vincular de forma significativa a la compañía, caso contrario, dejaría de ser atractiva y tener el mismo valor e, inclusive, precio para el potencial comprador.

Por ello, este tipo de documentos buscan anteceder y comprometer, previamente a las negociaciones, un compromiso por parte del vendedor de que la empresa se mantendrá en determinadas condiciones financieras, legales, contables, laborales y, sobre todo, contractuales con terceros. Lo aquí indicado, comprometerá a los accionistas a no involucrar a la compañía target en determinados negocios que puedan afectar, sustancialmente, el cabal desenvolvimiento empresarial del negocio hasta que la transacción haya sido concretada o, en su defecto, las partes decidan terminar con las negociaciones.

El elemento competencial resulta ser también un elemento incluido dentro de este documento. En la gran mayoría de las situaciones en las que se produce una operación de Fusión o de Adquisición, las empresas intervinientes pertenecen al mismo sector económico. Por ello, las operaciones de fusiones pueden responder en eliminar de alguna forma la competencia entre empresas, por lo que suelen adquirirse o fusionarse empresas industriales con otras del mismo rubro; un banco con otra entidad financiera, siendo casos aislados en los que no pertenezcan al mismo giro económico o que, en su defecto, la idea del adquirente sea adquirir a una empresa proveedora que sí puede estar ajena a su rubro, pero que puede tener cierta relación con parte de su cadena productiva. Por ello, los MOU suelen incorporar también una cláusula de no competencia antes de las negociaciones formales. Esto, aparte de evitar demorar la operación, suele ser una cláusula estándar que se realiza dentro de la fase de preparación y elaboración del MOU y que puede ser regido posteriormente dentro de todo el proceso de negociación.

Adicionalmente, el factor antes descrito suele tener su correlación en que los accionistas o directivos que han vendido su empresa no puedan realizar la actividad económica mediante la creación de una NEWCO (New Corporation); ya que no tendría sentido alguno haber realizado este negocio. Imagínese que por alguna razón, los accionistas, empleados y/o directores, una vez que fue vendida la empresa, pasan a crear una nueva sociedad donde brindan el mismo servicio o producto; téngase como ejemplo a Coca Cola Company como un punto de partida; suponga por un momento que este conglomerado internacional es, aunque un ejemplo bastante descabellado probablemente, adquirido por otra empresa y con ello, la compradora se lleva consigo la fórmula de la bebida negra a cambio de varios millones y millones de dólares. Esto significaría que para la empresa adquirente, ya no habría preocupación de hacerse un mercado nuevo, ya que la compañía vendió su Know How y, con ello, la exclusividad de comercializar esta bebida y evidentemente la marca y su posición en el mercado. Sin embargo; después de unos meses de realizada la operación, aparece un nuevo competidor en el mercado, a quien llamaremos “Cola Loca”, expendiendo el mismo producto gaseoso, con el mismo color, sabor y similares características y que, para retomar a su clientela, inicia un proceso de marketing con el ingreso de la bebida a un precio inferior y con el mismo sabor y cantidad. Esto puede ser advertido por la parte compradora, por lo que evita que se generen estas distorsiones en el mercado. Esta limitación suele, no limitar el derecho al trabajo, ya que su inclusión justifica el core business de la operación, por lo que no limita al 100% la posibilidad de que el vendedor pueda vender nunca más esta bebida, sino que sólo la restringe durante un espacio y tiempo determinado que, en la mayoría de ocasiones, suele estipularse en el MOU de forma antelada. Cabe agregar en este punto una pequeña acotación, y es que en el caso de la estipulación de la cláusula de no competencia, ésta sí tiene carácter vinculante para las partes, por lo que su cumplimiento resulta ser obligatorio para sus suscriptores.

Ahora bien, las indemnizaciones suelen ser también incluidas en el cuerpo del MOU. Como se ha venido analizando en los párrafos anteriores, las partes suelen invertir una serie de recursos, en horas hombre, recursos administrativos, financieros y contables (por los costos incurridos); y, probablemente el más

importante, el intercambio de información propia de la empresa y de las mismas partes intervinientes. En ese sentido, resulta propicio que dentro de la regulación del MOU se establezcan mecanismos indemnizatorios por la negociación celebrada o a celebrarse; por ello, la parte compradora y vendedora buscarán encontrarse protegidos en caso que alguna de las partes se desista y abandone las negociaciones. Dentro de su redacción, las partes podrán establecer penalidades en caso lo consideren necesario; relacionados especialmente en caso que alguna de ellas incumpla con alguna cláusula cuyo cumplimiento sea obligatorio o; inclusive, en el caso que alguna de las partes decida de forma unilateral y sin expresión de causa estancar las negociaciones y salir de ellas.

Un penúltimo factor que también es muy importante dentro de las negociaciones y consideraciones del MOU son las relativas a las condiciones previas al cierre de la transacción que también son incluidas dentro de la redacción de este acuerdo. Por ello, las partes suelen convenir determinados actos o situaciones que serán decisivas para seguir y cerrar la transacción de fusión o adquisición de la compañía target, es decir, una vez que el vendedor haya hecho efectiva la transferencia de titularidad de la fusión o la entrega de las respectivas *Shares* o *Stocks*. Un ejemplo usual y muy práctico es que la parte adquirente requiera que la vendedora, antes de realizar la transferencia efectiva, haya renovado todas las licencias, permisos, autorizaciones y demás requisitos de índole regulatorio para el correcto funcionamiento y continuidad del negocio en el nuevo titular. Empero, a diferencia del caso de la cláusula de no competencia desarrollado anteriormente, en el caso de la regulación de las condiciones precedentes al cierre del contrato, su regulación y carácter vinculatorio recién se regulará legalmente dentro del contrato de SPA o del contrato de fusión final y no en el MOU.

Finalmente, un punto relevante a considerar dentro del MOU es el relativo al adelanto del fuero en el que se desarrollaría una posible contingencia o controversia respecto a la interpretación, ejecución y resolución del contrato de Fusión o de Adquisición. De acuerdo a la normativa civil peruana, el artículo 2095 del Código Civil estipula que las partes podrán acordar escoger la normativa

que mejor se adapte a su negocio y, convenientemente, al fuero judicial que resolvería la solución de su discrepancia en caso de existir ésta.

En el especial caso de que al menos alguna de las partes sea una sociedad no domiciliada, es totalmente factible que la empresa foránea decida optar por delimitar y desarrollar un eventual juicio o arbitraje en un fuero distinto al peruano y que mejor se adapte al tipo de conflicto existente, para lo que el MOU servirá como punto de partida para poder acordar en el SPA y desarrollar un adecuado marco que resuelva sus diferencias legales.

En ese sentido, se puede afirmar que el MOU es un modelo de acuerdo importado por el derecho corporativo norteamericano que ha venido siendo adaptado a las necesidades particulares de cada operación, sujetándose especialmente al sector en el que opere dicha transacción. Actualmente, no existe ninguna negociación previa a alguna operación de M&A en la que no se haya negociado y redactado un MOU al inicio de las negociaciones.

Probablemente, la generalización y utilización por la mayoría de partes que se alistan a involucrarse en una operación de M&A se fundamenta en la regulación que se le da a este tipo de acuerdos, Por ello, se procederá a indicar cuáles son las principales características sobre las cuales se elabora este documento, a fin de entender la razón de su utilidad en la práctica.

Una primera característica del MOU consiste en ser un documento que no genera una vinculación entre quienes lo negocian; toda vez que éste constituye tan solo un acuerdo marco que no obliga, legalmente, ni al potencial comprador, ni al potencial vendedor, lo que evita que alguna de las partes pueda compeler a la otra a firmar un contrato de compraventa (SPA) de acciones después de establecer las pautas sobre las cuales se irán imponiendo determinadas regulaciones futuras. Lo que sí puede darse en la práctica es que algunas de las cláusulas que se negocian inicialmente dentro del MOU puedan ser, posteriormente, ratificados y contemplados posteriormente, antes del cierre de la operación. Por citar sólo algunos ejemplos, los MOU pueden establecer cláusulas de exclusividad,

confidencialidad o de no competencia, los cuales se podrían mantener en el tiempo bajo la misma redacción inicial que se le dio en el MOU.

Ahora bien, una segunda característica del MOU y que es plenamente respetado al momento de importarse como figura en las negociaciones peruanas, es que contiene la estructura base de la transacción, así como los principales acuerdos de las partes. Este tipo de acuerdos incluye la forma en la que se llevará a cabo el mecanismo de adquisición de la sociedad target, pudiendo realizarse a través de la firma de un contrato de SPA (compraventa de acciones); a través de un intercambio de activos por acciones de la empresa objetivo; a través de un aumento o inyección de capital, o cualquier modalidad consagrada dentro de la normativa corporativa. Otro tipo de acuerdos que se van definiendo en este tipo de acuerdos es el monto tope que el comprador se encuentra motivado a pagar, estableciéndose normalmente pisos y techos sobre los cuales podrá negociarse el valor de la adquisición (en caso se topen ante una operación de Acquisition).

Una tercera característica de los MOU consiste en establecer en qué momento comenzará a surtir efectos vinculantes para las partes, por lo que este documento deberá establecer que el MOU tendrá un plazo de duración determinado, el cual culminará cuando se logre ejecutar la transacción o; por el contrario, cuando las partes hayan decidido dejar sin efecto las negociaciones tendientes a concretar la operación. Otro aspecto relevante a considerar es la implementación de una cláusula penal o indemnización en caso la transacción no se logre concretar.

Ahora bien, si bien existen una serie de características que pueden ser traídas a colación, se debe tener en cuenta también la necesidad y significación que ha tenido la importación de este tipo de documentos dentro de la negociación peruana.

La confidencialidad dentro de los MOU suele ser un factor de negociación en donde se entrampan las labores de los asesores legales y directivos de las sociedades intervinientes. Por ello, dentro de la redacción del MOU suele incluirse una cláusula que regule la confidencialidad con la que se ha de tratar la

información de las sociedades participantes, inclusive la información de la propia sociedad. Las partes tendrán especial cuidado en incluir y desarrollar adecuadamente esa cláusula, ya que les permitirá proteger toda aquella data que ha sido intercambiada (o que será siendo intercambiada en un futuro) y evitar así su divulgación a terceras personas no relacionadas con el deal o, inclusive, al mismo mercado, lo cual puede generar grandes distorsiones y externalidad negativas a ser especialmente tomadas en cuenta y con la medida del caso.

Otro factor a ser igualmente considerado como ítem en la redacción del MOU es establecer una cláusula de exclusividad. La principal intención de las partes es evitar que alguna de ellas negocie con terceros de forma paralela la posibilidad de poder fusionarse o adquirir otra compañía; ello no solo afectaría el tiempo y recursos empleados dentro de la negociación inicial, sino que constituiría un importante costo de transacción, toda vez que la negociación de por sí ya implicaría el uso de recursos económicos, laborales, administrativos, financieros e informativos que no serían adecuadamente utilizados en concretar la operación. En ese sentido, la cláusula de confidencialidad permitirá que las partes no puedan negociar la adquisición de otra empresa por un plazo determinado. Ahora, si bien esto podría atentar con la regulación normativa en que evitaría la negociación contractual (libertad contractual y libertad de contratar)<sup>6</sup>, lo cierto es que las partes convienen en acordar que su regulación resulta necesaria para garantizar adecuadamente el éxito de la operación.

Sobre el particular, cabe señalar que la Ley de Sociedades peruana establece taxativamente dos mecanismo de fusiones, uno por incorporación y otra por absorción. La primera de estas conlleva una serie de características tales como la reunión de todos los patrimonios integrales de las empresas participantes en la operación con el objetivo de formar un nuevo patrimonio independiente, la extinción de las sociedades incorporadas, la transferencia del patrimonio en bloque y a título universal y la entrega de nuevas acciones o participaciones en favor de los titulares de las sociedades incorporadas. Asimismo, la fusión por

---

<sup>6</sup> Para mayor información sobre la conceptualización y diferenciación de la Libertad Contractual y la Libertad de Contratar, puede revisarse a Soria, A. y Osterling M. Contratos Modernos Elementos Esenciales y reglas aplicables para acuerdos comerciales (2014). Fondo Editorial de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas UPC. Págs, 9-18.

absorción conlleva una serie de características que la distinguen de la anterior modalidad, tales como que la absorción se realiza mediante la adopción de los patrimonios integrales de las compañías absorbidas, la extinción de estas últimas, la transferencia del patrimonio en bloque y a título universal y la entrega de nuevas acciones o participaciones en favor de los titulares de las sociedades absorbidas. De igual manera, en la regulación anglosajona podemos encontrar una diversidad de mecanismos de fusión tales como los “Forward Mergers”, los “Reverse Merger”, los “Mergers of Equals” y los “Triangular Mergers”.

Otro aspecto ampliamente tocado ha sido el relativo a la diferencia entre compra de acciones (spa) y compra de activos, como modalidades de adquisición, así como sus características e implicancias.

#### 6.3.2. Acuerdo de Accionistas (Shareholders Agreement)

Conviene también hacer alusión a lo que en la práctica suele ser muy utilizado, y es el Acuerdo o Convenio de Accionistas, cuya ascendencia proviene también del derecho corporativo norteamericano y se le denomina Shareholders Agreement.

Un aspecto realmente importante y que deberá ser analizado también como parte del Due Diligence Societario es en lo que respecta a los Convenios de Accionistas. Los Shareholders Agreement son acuerdos celebrados entre accionistas o socios de una empresa, e, inclusive, la que suscriben éstos con terceros ajenos a la sociedad, con la finalidad de regular ciertas situaciones tanto al interior como fuera de la empresa.

En particular, hacer alusión al Convenio de Accionistas implica referirse a un Contrato de naturaleza civil, ya que no se encuentra regulado en ningún cuerpo normativo que no sea lo regulado en el artículo 8 de la Ley General de Sociedades. Los convenios de accionistas deben ser negociados y celebrados bajo el principio de la Buena Fe Contractual, siendo el rasgo más importante, la estructuración permitida por la ingeniería contractual que le permite poder

establecer los lineamientos de la regulación en virtud de la libertad contractual a la cual los accionistas se han de someter.

Debe agregarse que los convenios de accionistas serán válidos y exigibles ante la sociedad siempre y cuando hayan sido debidamente comunicados, registrándose posteriormente en el libro de matrícula de acciones; caso contrario, los convenios suscritos entre los accionistas no podrán ser oponibles ante la sociedad, siendo sus acuerdos únicamente vinculables entre quienes lo suscribieron.

Cabe anotar que los acuerdos más usuales versan sobre (i) Sindicación de Voto; (ii) Sindicatos de Bloqueo; y, (iii) Sindicatos de Administración. Asimismo, las principales materias sobre las que versan los Acuerdos de Accionistas están relacionadas al Quórum y mayorías especiales para la toma de determinadas decisiones empresariales; Opciones de Venta o Compra; Derecho de Separación del Accionista; Cláusulas “Drag-Along Right (mediante el cual se le permite al accionista poder obligar a otros accionistas a vender conjuntamente con aquel su participación en la sociedad, por lo que también se le conoce como “derecho de arrastre”); e, incluso, Cláusulas Tag-Along Right (entendida como aquella cláusula que le permite a otro accionista poder colgarse de su oferta y vender, bajo los mismos términos y condiciones ofertadas al vendedor inicial, a fin de poder salir de la empresa por no encontrarse de acuerdo con la participación de los nuevos accionistas o socios.

Resulta conveniente que, al igual que en varios aspectos tomados en consideración dentro de las negociaciones de M&A, las partes tengan especial cuidado con la regulación de los Acuerdos de Accionistas y revisar adecuadamente en el proceso de Due Diligence Societario, la información que se logre obtener, a fin de no generar ningún tipo de disputa al interno de la sociedad. Más aun, al encontrarse en un proceso de potencial adquisición empresarial, deberá tomarse en cuenta los derechos que reviste la sociedad target a favor del sindicato de acciones o, inclusive, de varias personas que detenten, en conjunto, una participación significativa al interior de la sociedad.

## CAPÍTULO VII. CONVENIENCIA DEL DUE DILIGENCE CORPORATIVO: ELEMENTOS PREVIOS A LA VINCULACIÓN CONTRACTUAL DE LA F&A

### 7.1 El “Due Diligence” en la actualidad: utilización práctica y principales efectos de su adopción

El “Due Diligence” probablemente sea uno de los conceptos más utilizados en las operaciones de adquisición y fusión empresarial; sin embargo, en algunas ocasiones, cuando se desean hacer financiamientos empresariales u operaciones de Project Finance, las entidades financieras suelen incorporar esta práctica de manera previa a realizar el financiamiento de determinado proyecto o empresa.

Cuando el asesor legal se encuentra ante un Due Diligence, dentro de una operación de Fusión y, principalmente en las de Adquisición (sea que se trate del vendedor o del comprador), se debe dar especial atención a la fase de debida diligencia y que, podría considerarse la etapa más delicada e importante antes de pensar en llevar a cabo o no la operación.

No cabe duda alguna de la importancia que tiene el Due Diligence antes de realizar un financiamiento, compra de activos, fusión, o cualquier otra operación donde sea necesario de realizar un análisis de la situación interna de la empresa que se pretende adquirir.

Es evidente que la experiencia norteamericana en incluir esta fase como una a la que se le da especial cuidado dentro de las Mergers ha generado que no sólo Perú adopte e importe esta figura norteamericana a varios de sus contratos de M&A, sino que la práctica y doctrina a nivel mundial la hayan analizado e incorporado también dentro de su ingeniería contractual.

Probablemente con el resultado del Due Diligence se obtenga información que no se tenía a la vista al inicio de las negociaciones. Conocer bien lo que se está adquiriendo resulta imprescindible no sólo para el comprador sino también para el

vendedor, quien podrá determinar un precio adecuado a su empresa o acciones, partiendo de la pregunta “¿qué se está adquiriendo realmente?”

La pregunta que inicialmente podría realizarse cualquier inversionista es saber qué es lo que exactamente está comprando. Probablemente la empresa pueda ser atractiva en cuanto a su reputación hacia el público en general; sin embargo, la reputación e incluso un estado financiero hoy por hoy no es el mejor y más satisfactorio indicativo del real estado de la empresa, sino, recordemos el sonado caso de ENRON y cómo esta suposición no fue del todo correcta. Por ello, debe considerarse que la fase de Due Diligence constituye una parte medular de toda operación de M&A.

No ser cautelosos con la información que se obtenga de la manera más transparente podría generar problemas considerables para los adquirentes. Un ejemplo de ellos fue la fusión llevada en el año 1997 entre las empresas HFS y la compañía CUC International, cuyo target era la creación de una empresa llamada Cendant Corporation. Esta operación tuvo sus consecuencias cuando, cuatro meses después del cierre del deal, se identificaron una serie de irregularidades contables en la empresa CUC. Dentro de las investigaciones efectuadas a las empresas, se obtuvieron tres declaraciones juradas de dos gerentes, quienes manifestaron que directivos *senior* de CUC habían ordenado a los gerentes de la empresa que “maquillaran” en casi un 61% los ingresos netos en el año 1997. Esto se judicializó, constituyendo un caso bastante sonado que trajo como consecuencia la caída de las acciones en la bolsa de un 46,5% al día siguiente de conocerse este fraude.

Para la doctrina, el Due Diligence es definido como

[I]a investigación que realiza el equipo de la empresa compradora sobre la empresa objetivo para determinar el valor, los riesgos y todas las variables que puedan afectar en el futuro a la empresa a comprar. En un sentido más estricto, Due Diligence debe analizar los riesgos de la empresa que se desea adquirir. (García, 2006: 32).

Podría decirse que el Due Diligence consiste en un detallado proceso investigativo, en donde las partes aportarán recursos financieros y humanos para

la identificación de la real situación de la empresa. Esto conlleva a entender que no sólo será el comprador el interesado en determinar el valor real de la compañía, sino que también podría ser un incentivo para el vendedor de saber si está valorizando correctamente sus acciones o, de lo contrario, puede ajustar el precio hacia arriba si se determina un valor superior por ellas. La revisión de la información y documentación financiera, operativa, contable, legal y fiscal de la sociedad deberá ser especialmente analizada, a fin de tener un panorama claro sobre la sociedad target.

## 7.2 Ítems a analizarse dentro de un Due Diligence

Los tópicos o ítems que se analizan dentro de un Due Diligence sujeto a un proceso de M&A pueden variar dependiendo del sector en el que se desarrolle la compañía target. Así pues, será distinto el Due Diligence que se realice en el caso de que una empresa bancaria tenga como intención fusionarse con otra entidad financiera, una empresa manufacturera, una empresa del sector hidrocarburos o una empresa de seguros. Cada compañía deberá adaptarse y someterse a analizar determinados actos con mayor incidencia que otros sectores; sin embargo, todas las fusiones analizan determinados puntos de la empresa que resultan ser asociadas y estándar en todos los procesos de adquisición.

De esta manera, cuando se analizan los ítems legales, los consultores legales y estudios de abogados suelen encargarse de esta labor. Su análisis se enfoca en la revisión de determinados asuntos jurídicos de las empresas intervinientes, como por ejemplo los estándares y requisitos legales para llevar a cabo la fusión, si es que la operación requiere el pronunciamiento previo de algún agente regulador (OSIPTEL, OSITRAN u OSINERGMIN) o algún ente supervisor (SBS, SMV, etc.). Por ello, el Due Diligence Legal revisará todos los contratos que tiene la empresa, verificando si ellos se encuentran debidamente suscritos y cuál es su grado y plazo de cumplimiento; la adecuación a las leyes; la estructura del accionariado y cómo funcionan los votos dentro de las sesiones deliberativas; cuál es el procedimiento para la elección de los directores; los procesos legales que

están en curso o en que se encuentran involucradas las partes; o inclusive un análisis de los asuntos judiciales potenciales de ocurrencia.

Uno de los aspectos más relevantes dentro de la revisión de los documentos e información es la que se da sobre los temas corporativos de la empresa target. Cuando se realice el análisis de esta información, se deberá tener especial consideración y análisis sobre la información de la constitución de la sociedad y existencia legal de la sociedad target, se deberá revisar adecuadamente la cantidad de acciones y si éstas tienen alguna clasificación. Adicionalmente, deberán revisarse los libros societarios de la empresa (libro de Junta General de Accionistas, Sesión de Directorio y Matrícula de Acciones); deberá identificarse la existencia o no de gravámenes sobre las acciones, si es que existen acuerdos celebrados entre los accionistas, entre otros ítems que el equipo corporativo considere relevantes. Para la revisión corporativa, lo que los consultores o abogados solicitarán al personal de la sociedad target serán: los documentos de constitución, un organigrama de la empresa y el grupo de empresas que la conforman, los estatutos de la sociedad, los certificados de acciones, actas de junta de accionistas, en caso pueda obtenerse también la información de cada accionista dentro de la empresa, porcentajes de participación de cada accionista, entre otros documentos.

En el particular caso de la información solicitada y que se relaciona al ámbito corporativo se deberá tener especial consideración no sólo con los documentos referidos en el párrafo anterior, sino que también deberá tenerse en cuenta los poderes y el listado de apoderados de las empresas participantes, información sobre las cuentas bancarias, así como las personas autorizadas. También deberá analizarse adecuadamente un listado de bienes muebles e inmuebles y la condición de cada uno de estos, a fin de saber si se encuentran garantizados o hipotecados respectivamente, y, finalmente, determinar si las personas que se encuentran negociando la operación de M&A cuentan con las facultades societarias correspondientes.

Por otro lado, dentro del ítem contable, las sociedades auditoras podrán determinar un grupo de trabajo confirmada por contadores y asesores financieros que verificarán, entre otros temas, el cumplimiento de la normativa contable (nacional e internacional); la revisión de prácticas contables inusuales; cuál es la tendencia de los resultados financieros; así como la comparación crítica y sistemática de los procesos contables y los resultados financieros arrojados. Esto, podría resultar ser un elemento (o inclusive el producto preliminar) de la Memoria Anual de la sociedad, que reflejará la tendencia financiera de las sociedades analizadas.

Por otro lado, se debe analizar también el ítem fiscal o tributario. Para muchas operaciones, éste ítem constituye el factor determinante de la operación de M&A. Puede deberse a los incentivos de índole fiscal que puede acarrear la operación o, si es que por otro lado, el *deal* denota una serie de contingencias tributarias que podría hacer caer la operación; por ello, el factor fiscal debe ser analizado de forma tal que se demuestre la conveniencia de continuar con el *deal*. Entre los principales puntos que se analizan dentro de este ítem es determinar si las sociedades están cumpliendo con la normativa fiscal, si es que la empresa se encuentra al día en el pago de sus obligaciones tributarias, determinar si es que la empresa puede reducir su impacto fiscal a través de una amnistía tributaria o algún beneficio tributario también; siendo el factor de mayor relevancia la lista de los procedimientos tributarios que tienen las sociedades ante el Tribunal Fiscal.

Los procesos que son llevados tramitados ante el Tribunal Fiscal, sea por que la sociedad solicitó el reconocimiento de algún beneficio tributario, solicitud de reconocimiento por pago de tributos en exceso o cualquiera en la que esté en juego el elemento fiscal que considera la sociedad le termina correspondiendo. La contrapartida a ello es que SUNAT haya determinado ciertas contingencias por parte de las empresas, como por ejemplo, no estar al día en el pago de sus impuestos o haber realizado figuras evasivas o elusivas que se hayan determinado por la SUNAT y que se requiera el pago de ellas. Son varias las aristas fiscales que se deben analizar dentro de la fase de Due Diligence Tributario, al cual hay que ponerle especial atención antes y durante del planeamiento del *deal*.

Un punto importante dentro del aspecto fiscal es la auditoría fiscal que llevará la sociedad, lo cual implicará la revisión del cumplimiento formal de las obligaciones tributarias de la sociedad, encontrándose esta revisión a los periodos tributarios que no hayan prescrito. Lo recomendable y que también se ha vuelto una práctica importada del derecho corporativo norteamericano es que no sólo se restrinja a una revisión nacional o federal, sino también, que se realice una revisión de las obligaciones municipales y distritales, así como auditorías, e inclusive las consultas tributarias formuladas a estas entidades.

Otros factores no menos importantes, pero que la doctrina no ha tratado con tanta valoración y que sí son evaluados de manera importante dentro de un Due Diligence integral son los factores medioambientales, de seguros, e inclusive los factores humanos. En el caso del análisis medioambiental, las empresas cuya actividad suele tener un impacto considerable dentro de las operaciones de M&A como es el caso de empresas de hidrocarburos, empresas mineras, industriales o manufacturares deben tener especial cuidado al momento de analizar el debido cumplimiento de las leyes sobre medio ambiente, así como el análisis de las posibles exposiciones a responsabilidades de índole ambiental. En el análisis ambiental, consideramos relevante que las empresas intervinientes tengan particular atención a los problemas, riesgos, incumplimientos, permisos, licencias, registros y autorizaciones ambientales que se encuentren vigentes, así como las que se encuentren próximas a caducar y tengan que ser renovadas, así como la existencia de algún proceso en marcha o alguna investigación que puedan afectar a la sociedad o alguna empresa del grupo en relación a algún incumplimiento de licencias o normativa, notificaciones o reclamaciones ambientales de las diversas autoridades gubernamentales, entre otros ítems a tomar en consideración.

Por otro lado, en el caso de empresas en las que el factor de seguros sea determinante y necesario, se deberá analizar los alcances y vigencias de las pólizas de seguros con los que cuenta, así como la cobertura de los mismos. El análisis sobre los seguros deberá abarcar tópicos como el requerimiento de las pólizas de seguros, la descripción de cada cobertura, los beneficiarios, vigencia, primas, siendo recomendable que la recopilación de información se remonte no

sólo a la fecha de revisión, sino que el barrido de información también abarque un periodo que debería oscilar entre los 3 a 5 años hacia atrás, a fin de determinar el grado de siniestrabilidad y de activación de los seguros y la prima aplicable.

Otro factor importante es el relativo a derechos intelectuales, como por ejemplo, activos que tiene la empresa en marcas o demás intangibles que la pueden hacer (estratégicamente), más atractiva frente a otras; en este último caso, el Due Diligence deberá tomar especial consideración en el valor de los activos intangibles de la sociedad, cómo es que ellos se encuentran protegidos e, inclusive, si es que existe algún riesgo potencial relacionado a reclamaciones pendientes sobre el registro de determinada marca, lema comercial, etc. Asimismo, se requerirá que el Due Diligence analice el listado de todas y cada una de las patentes, marcas registradas, nombres comerciales, licencias, derechos de autor, conocimiento sobre algún aspecto importante de la empresa (know how), etc.

Los aspectos laborales constituyen un factor determinante en la recopilación de información, ya que permitirá identificar cualquier contingencia relacionada a litigios pendientes o eventuales contingencias que se encuentren relacionadas al incumplimiento de las normas laborales. En ese sentido, el Due Diligence deberá analizar toda aquella información y documentación sobre la nómina de la compañía target, la misma que deberá ser seleccionada y discriminada por cada centro u oficina de trabajo. La recopilación de información deberá hacer un barrido de todos los datos de sus trabajadores, en el cual deberá indicarse la modalidad laboral de su contrato, el cargo que ocupa, así como la fecha de su ingreso y el sueldo que reciba. Un aspecto laboral a ser analizado también sería la identificación de los contratos de tercerización de servicios, los convenios colectivos de la empresa target, así como la conformación sindical y los conflictos laborales existentes.

Finalmente, un aspecto que ha de ser revisado con mayor profundidad por el equipo judicial será el de determinar los litigios que la sociedad tiene frente a terceros e, inclusive, dentro de sus propios colaboradores, debiéndose revisar la

documentación relacionada a litigios, demandas, procedimientos, así como transacciones y acuerdos que se encuentren pendientes de formalizar o de suscribir y dejar por sentado cualquier controversia pendiente de resolución.

El Due Diligence, en este sentido, buscará determinar las principales contingencias que existan y se encuentren relacionadas a controversias jurídicas con terceros y con sus propios colaboradores. Para la determinación e identificación de información resaltante, el consultor o estudio de abogado deberá solicitar la información y documentación sobre la existencia de litigios y el estado actualizado a la fecha de revisión, la obtención de información incluirá también un análisis sobre los reclamos, investigaciones, procedimientos administrativos y medidas judiciales que pesen sobre la sociedad target, así como sus subsidiarias y que abarcará las áreas civiles, penales (en caso alguno de sus directivos se encuentre relacionado a la utilización de los fondos o actos de corrupción de la empresa que puedan afectar la operación), asuntos comerciales y, evidentemente, los que hayan llegado al Tribunal Fiscal.

### 7.3 Tipos de Due Diligence dentro de un proceso de M&A

Dentro de un proceso de Due Diligence, participan diversos profesionales y empresas, los cuales se encuentran asociados directamente a los factores tratados en el punto anterior de este trabajo, quienes tienen como tarea principal analizar un determinado aspecto de la compañía. Es importante anotar que el Due Diligence constituye un proceso interno multifacético en el cual se analizará toda la empresa en su conjunto y sus diversas áreas; y, mientras más minucioso sea el Due Diligence, se obtendrán mejores resultados sobre su análisis.

Por el lado legal, se tiene a los profesionales de derecho, los abogados, quienes participan de forma muy activa en la operación de M&A; sea desde el ámbito interno de la sociedad o como abogados in-house, o por parte de los abogados externos, como estudios de abogados donde analizan todas las aristas legales de la empresa. En ese sentido, cuando se proyecta la realización de una operación de M&A, el comprador o el vendedor podrán contratar los servicios de un estudio de

abogados que analicen diversas áreas de la compañía target. De esta manera, habrá un abogado encargado de revisar los asuntos societarios de la empresa, analizando la estructura societaria de la compañía target. Por otro lado, se contará también con un abogado tributarista que se encargará de analizar todos los procedimientos tributarios que tiene la empresa ante el Tribunal Fiscal; habrá otro abogado laboralista que se encargará de analizar todas las contingencias de los trabajadores, así como la existencia de procesos iniciados por los mismos trabajadores, la relación con el sindicato, etc.

Dentro de esta fase del proceso, existirá también un abogado que se encargará de analizar los procesos judiciales pendientes de la empresa y cuantificar el grado de ocurrencia de las resoluciones (pudiéndose clasificar las contingencias en: probables, posibles y remotas). En ese sentido, se puede afirmar que el Due Diligence Legal permitirá conocer el grado de cumplimiento de todos los factores de índole legal, que terminará siendo el indicador determinante del precio al que arribarán más adelante las partes. Es evidente que el precio de una empresa social y ambientalmente responsable no será el mismo de una que tenga varios procesos ante el Ministerio del Ambiente o ante el OEFA y que puedan resultar, posteriormente, constituyendo multas y/o sanciones que devengan en algún pago a favor del estado.

Por otro lado, dentro del proceso de Due Diligence, se debe contar con la importante participación de los contadores; en ese sentido, tanto el comprador como el vendedor contratar empresas consultoras - auditoras que puedan contar con este tipo de servicios profesionales (en las operaciones de M&A significativa, suelen contratarse a empresas pertenecientes a las Big Four: PwC, E&Y, KPMG y Deloitte). Las áreas contables y financieras de estas empresas realizarán un análisis de los estados financieros de las empresas, cuyo servicio podrá incluir el estudio y análisis de stock, así como el producto en físico de los activos que registra la empresa. Adicionalmente, esta fase podría incluir el análisis de ratios financieros, fórmulas polinómicas de los contratos, entre otros importantes factores. Resulta evidente notar que el área contable y financiera juega un rol de suma importancia en el Due diligence, porque permitirá validar que la

información financiera es tal como se aprecia en sus Estados Contables, que la misma no se encuentra maquillada o manipulada, evitando así posibles contingencias futuras en cuanto a los activos (y pasivos) que se adquieren como resultado de la adquisición de la empresa target.

Por otro lado, los bancos y asesores financieros de la empresa Target juegan un rol no menos importante. En algunas ocasiones, cuando la operación de M&A es financiada por alguna entidad financiera, ésta no sólo requiere que se incluyan determinados *covenants* dentro del contrato de préstamo e incluso en el mismo SPA o Acuerdo de Fusión, sino que también participa activamente en las negociaciones solicitando información y ciertas condiciones a los compradores o incluso a los vendedores para evitar posibles riesgos de índole financiero y que, determinada actividad realizada por alguna de las partes, pueda poner en riesgo el cierre de la operación.

#### 7.4 El Data Room y el Virtual Data Room

Hasta hace algunos años, las empresas que se veían interesadas en adquirir a otra compañía mediante fusión e, inclusive, aquellas empresas que iban a ser adquiridas mediante la compra de activos o acciones, debían de poner a disposición de los compradores una serie de documentos que le daban una idea de cuál era la situación de la empresa a la fecha en que se iniciaban las negociaciones. En muchas ocasiones, el requerimiento de información de la compañía podía demorar varias semanas, ya que las empresas tenían que buscar en sus archivos internos los documentos a ser solicitados, caso contrario, y si es que contaban con el servicio de almacenaje documentario, podrían pedir la información a empresas como, por ejemplo, Iron Mountain, la misma que se encargará de archivar toda su documentación.

Como parte del servicio brindado, es que los estudios de abogados y las empresas consultoras brindan, como parte de su servicio, la revisión de documentos relacionados a la situación legal de la empresa. En el caso de los estudios de abogados, se suelen crear equipos dirigidos por un abogado

especialista en determinada rama del derecho; de esta manera, al momento de hacer la revisión documental, los líderes o encargados del equipo legal, tributario, societario, corporativo, contractual, laboral, ambiental o judicial delegan las tareas a sus asociados de menor categoría e incluso asistentes para que puedan revisar exhaustivamente las muestras de información (documentos) dentro de algún espacio físico de la empresa en donde se suele revisar la documentación, (estos espacios físicos son comúnmente llamados Data Rooms). Estos espacios cedidos por la propia empresa para la revisión de la documentación por parte de los abogados suele ser guardada en cajas de papeles que son revisados, sistematizados y ordenados por los abogados para entender, por ejemplo, cuáles son las obligaciones contractuales que tiene la vendedora a la fecha del Due Diligence, así como las contingencias y/o probabilidades de que se pueda iniciar un juicio de índole laboral o algún procedimiento ante el Tribunal Fiscal por tributos no pagados oportunamente.

En ese sentido, lo que solía hacerse (aunque aún viene siendo practicado en algunos casos) era destacar a un equipo multidisciplinario de abogados que pudiera revisar toda la data de forma presencial en la empresa, antecedido de lo que en la práctica corporativa americana se conoce como Due Diligence List, el cual consiste en un requerimiento de información y documentación solicitada por cualquiera de las partes. Esto traía consigo no sólo la incomodidad para los trabajadores y colaboradores de la empresa que se analizaba, quienes indirectamente tenían una sensación que no les permitía desarrollarse al cien por ciento en sus labores diarias, ya que podrían considerarse que con motivo de una posible adquisición podrían perder sus trabajos, y ello afectaría el normal desarrollo de las actividades de la compañía. Para ninguna persona resulta cómodo que otras personas desconocidas para la empresa se encuentren revisando los contratos y demás documentos de la compañía. Recordemos que en el mundo empresarial, cualquier acción puede generar una reacción relativamente considerable, dependiendo de la coyuntura y de las decisiones corporativas, pudiendo perjudicar el resultado final de la operación de M&A.

Es con el avance de la tecnología y de la sistematización de información es que se crean los Data Room Virtuales. Estos Data Room Virtuales constituyen espacios cibernéticos creados por las propias empresas en donde se digitaliza toda la información de la empresa y sobre la cual pueden tener acceso no sólo los abogados, sino también aquellos profesionales que se encuentren facultados para poder revisar dicha información y que cuenten con las claves de acceso habilitadas.

Al igual que en el caso del Data Room (físico), en el caso del Data Room virtual el manejo de la información suele ser más rápido, ya que existen criterios de búsqueda que permiten poder trabajar con la información de forma más célere. Ahora bien, no debe olvidarse que, en alguna parte de la explicación de este capítulo, se hizo alusión a que le competía a los estudios de abogados la revisión de información tanto en el Data Room físico como en el virtual; sin embargo, no debe pasarse por que olvidemos que las empresas consultoras también cuentan con un significativo valor agregado al momento de prestar sus servicios profesionales. Por ejemplo, la mayoría de las empresas auditoras y consultoras y, en especial, las Big Four cuentan con un equipo profesional mucho más diversificado en comparación de las consultoras, ya que en su mayoría cuentan con un área legal que se dedica a la revisión de todo lo concerniente a lo legal; inclusive, también cuentan, por ejemplo, con áreas de Compliance, área contable, área financiera, área de Gobierno Corporativo, entre otros; por lo que la batalla en la captación de los clientes se da principalmente entre empresas consultoras y estudios de abogados.

Podría afirmarse que la práctica norteamericana en este sentido, mucho más práctico que legal, ya que ha permitido que las empresas puedan optimizar sus tiempos desde el punto de vista de la velocidad con la que obtiene, procesa y revisa la información contenida de la compañía target; lo que les permite también poder contar con la debida seguridad en el manejo y control de la información suministrada. Obviamente, la implementación del VDR (Virtual Data Room) pretende evitar el desarrollo común del día a día de la empresa así como de sus

trabajadores, evitando distracciones y perturbaciones innecesarias a sus empleados y directivos.

Antes de terminar este punto, debe agregarse que hasta hace algunos años, era muy marcada la diferenciación entre lo que prestaban los estudios de abogados y lo que hacían las empresas de consultoría; sin embargo, con las especialidades que algunas escuelas de derecho en pre y posgrado brindan dentro de sus mallas curriculares, se ha permitido que los estudios de abogados sean incluso mejor considerados que las empresas consultoras, al contar con mejores conocimientos y experiencia en otras ramas asociadas y que son necesarias para el correcto desarrollo de una operación de M&A.

#### 7.5 El rol del abogado dentro de la revisión documentaria del Due Diligence

Dentro de un proceso de Fusión o de Adquisición de una o más empresas, se requiere la participación de diversas especialidades y profesiones. Desde contadores, financistas, administradores y, evidentemente, profesionales en derecho. Dentro de la fase de Due Diligence, el rol del abogado resulta ser principalmente protagónico. No sólo porque su participación le permitirá, tanto al comprador como al vendedor, poder ser asesorados de forma adecuada. Más aún, si es que el abogado cuenta con sólidos conocimientos financieros, aunados a sus conocimientos jurídicos, podrá brindarle una asesoría íntegra a su cliente, ya que podrá analizar las contingencias y los beneficios (e inclusive los costos), incluyendo el adecuado análisis de las posibles externalidades positivas o negativas de llevar adelante la operación de M&A.

Consideramos que la labor del abogado debe ser lo suficientemente adecuada y diligente, lo cual le permitirá advertir la existencia de cualquier tipo de problema, ya sea en la estructuración de la fase preliminar de las negociaciones, siendo de igual manera necesaria su utilidad mientras se viene llevando a cabo la Fusión o Adquisición.

Sobre este punto se debe recalcar un tema en particular. La actual práctica corporativa elimina del mercado a aquellos abogados que no pueden analizar adecuadamente las finanzas y ello trae consigo que varias operaciones de M&A demoren más de lo que deberían, si es que los abogados no cuentan con el conocimiento financiero, lo cual le brindará un mayor y mejor margen de desenvolvimiento ante la posible competencia. El manejo de conceptos como ratios financieros, que para muchos abogados seguramente resulta ser una tarea tediosa, su conocimiento resulta ser de mucha utilidad en el caso que estos profesionales puedan participar en determinados deals. Ahora bien, mayor es el enfoque que pueden dar abogados que no sólo se encuentren familiarizados con conceptos financieros, sino que también cuenten con experiencia y/o conocimiento en determinado sector de la industria. Por ejemplo, un abogado que cuente con conocimientos financieros y a su vez tenga experiencia en el sector de construcción o de hidrocarburos podrá entender mejor una operación de M&A que se de en el sector inmobiliario o empresas de comercialización de petróleo, solo por citar un ejemplo.

La labor del abogado debe ser lo suficientemente diligente y profesional, a fin de permitirle contar con la asesoría legal-financiera al comprador o vendedor (dependiendo de la parte en la que se encuentre asesorando); y que obviamente esto agilice las operaciones de M&A. No solo ello, la labor del abogado deberá ver más allá de lo que reflejen los papeles o los números, debe entender adecuadamente el negocio y si es que éste se viene realizando de forma financiera y legalmente correcta.

#### 7.6 “Due Diligence Report”: Contenido final del reporte y su utilidad

Consideramos que la labor del abogado debe ser lo suficientemente conveniente, a fin de permitirle contar con la asesoría legal-financiera al comprador o vendedor (dependiendo de la parte en la que se encuentre asesorando); y que obviamente esto agilice las operaciones de M&A en la región. No solo ello, la labor del abogado deberá ver más allá de lo que reflejen los

papeles o los números, debe entender adecuadamente el negocio y si es que éste se viene realizando de forma financiera y legalmente correcta.

#### 7.7 Revisión de documentos corporativos y libros contables

La revisión que debe realizar el profesional, sea abogado, contador, administrador o cualquier otro, tendrá que ser minuciosamente realizada sobre la base de todos los documentos con los que cuente la empresa que será adquirida. La revisión abarca no sólo los contratos de principal incidencia de la compañía target, sino también la revisión de licencias de funcionamiento, permisos, acuerdos de accionistas, revisión de los títulos de propiedad mueble e inmueble, registro de vehículos, el registro de las marcas y licencias con los que cuenta la empresa, entre otros documentos.

Esta revisión hace también especial incidencia en los libros contables y el registro que se viene llevando sobre las diversas cuentas contables. Se debe tener en cuenta la enorme importancia que se debe tener al momento de realizar el análisis sobre los diversos documentos, toda vez que si se pasa por alto determinada información financiera o contable, podría traer como resultado una considerable contingencia en la adquisición de la empresa, la cual se puede ver reflejada no sólo en el precio, sino también en la concreción de la propia operación. De no revisarse adecuadamente los registros contables, los asientos, y si es que esta obedece y fue elaborada en base a los principios contables y financieros globalmente aceptados, entonces podría encontrarse frente a registros que no reflejan su adecuado y real estado.

En este punto, la principal observación y recomendación es que todos aquellos profesionales que se encargan de llevar a cabo la revisión del Due Diligence, sean lo suficientemente diligentes de encargarse de revisar minuciosamente el contenido de cada contrato o documento corporativo, así como el adecuado registro contable y financiero de la empresa; de lo contrario, las consecuencias podrían traducirse en fuertes costos hundidos que no podrían ser cuantificables para los compradores o vendedores y que al final traerán consigo el fracaso de la

operación. Lo anteriormente dicho se puede reflejar, por ejemplo, si es que alguno de los profesionales obvia que existe un convenio entre accionistas que limitaba la transferencia de acciones de determinada clase en favor de terceros si es que antes no se realizaba una oferta interna que les permita hacer uso de su derecho de adquisición preferente. Más aun, imagínese que no existe tal acuerdo y que la operación se encuentra sujeta a un acuerdo entre dos o más empresas del mismo grupo que condiciona su transferencia a la decisión de la Junta General de Accionistas de la Holding.

Es por ello que se considera imprescindible la necesidad de que los profesionales que intervengan en la asesoría antes, durante y después del cierre de la Fusión o de la Adquisición, se encuentren debidamente informados sobre cada uno de los detalles de las empresas intervinientes. Son los pequeños detalles los que hacen una enorme diferencia entre quienes desean asesorar adecuada y convenientemente a las empresas durante todo el proceso y quienes sólo quieren acaparar una sola fase del proceso. Por eso, lo recomendable es que si la operación de M&A es considerablemente importante e involucra importantes sumas de dinero o activos, se coalicionen alianzas estratégicas entre estudios de abogados y consultoras, lo que podría permitir contar con una asesoría integral en beneficio de las partes, tanto compradoras como vendedoras.

En ese sentido, podemos concluir, como lo hemos señalado previamente, que el Due Diligence es aquel proceso investigativo y analítico realizado sobre la empresa objetivo, mediante el cual se busca determinar el valor de esta última.

Dentro de ese proceso investigativo se tocaron aspectos de naturaleza jurídica o legal, contable, financiera, organizacional de la compañía objetivo, en atención a los cuales se puede establecer el tipo de Due Diligence a realizar (Due Diligence legal, contable, financiero, entre otros).

Asimismo, se han tocado puntos relativos a este proceso investigativo y cómo ha evolucionado con el pasar del tiempo. Un ejemplo de ello es el tema del Data Room y la virtualización de la información que esta contiene (Virtual Data Room)

con la finalidad de tener dicha información a disposición de los equipos de trabajo, sin impactar en el normal desarrollo de la compañía target.

## CAPÍTULO VIII. ESTRUCTURA DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE ACCIONES DENTRO DE LA NEGOCIACIÓN DE ADQUISICIÓN EMPRESARIAL

### 8.1 Estructura y contenido del contrato de compraventa de acciones (Stock Purchase Agreement Content)

Dependiendo del tipo de adquisición del que se encuentre analizando, el contenido del contrato variará considerablemente. Resulta evidente entender que la adquisición de una parte significativa de una empresa mediante la adquisición de un paquete de acciones considerable denotará la existencia de una presunción de toma de control por parte de la empresa adquirente, siendo en este caso la toma de control (entendida no sólo desde la óptica legal, sino más bien, desde el enfoque económico).

La modalidad e ingeniería contractual que se utilice dentro de la estructuración del contrato, sea Fusión o Adquisición, dependerá enteramente de dos factores claves. Por una parte, la libertad contractual con la que cuentan las partes al permitirseles poder regular sus relaciones comerciales y jurídicas de manera tal que se adapten a sus mejores intereses de cada parte. Por otra parte, la influencia del derecho corporativo americano ha generado que su estructuración obedezca a la práctica y experiencia del derecho corporativo estadounidense, permitiendo la importación de conceptos claves dentro de la estructuración del SPA o acuerdo de Merger, respectivamente.

El contenido típico de un contrato de Acquisition dentro de la experiencia académica y práctica peruana se subsume en determinados tópicos. Así pues, como un contrato de compraventa de un bien determinado, el contrato de SPA gozará de una nomenclatura y utilización de conceptos propios y singulares que le permitirán adquirir la estructura deseada por las partes.

Un primer punto a ser incluido y regulado dentro de los contratos de SPA adoptados por la normativa peruana es la relacionada al aspecto formal o

estructural del contrato. Si bien la influencia del derecho corporativo en la estructuración de este tipo de contratos es significativa, los abogados relacionados a estos temas deberán también acoplarse y trabajar convenientemente estos puntos dentro de la estructura contractual. Un SPA puede iniciar con un detalle o índice en el que se desarrolle, punto por punto, cuál será cada ítem, capítulo, subcapítulo o sub índice que le permitirá desarrollar organizadamente cada punto del contrato. Este índice ayuda considerablemente a las negociaciones, toda vez que los contratos de M&A suelen ser bastante largos por los elementos a ser transferidos y, como ya se verá, por el desarrollo que cada uno de los puntos del contrato ramifican.

La experiencia e influencia norteamericana ha permitido que los abogados corporativos peruanos puedan tener un mayor y mejor manejo de la información, toda vez que la estructura usada por los abogados corporativos anglosajones es mucho más ordenada y entendible en términos prácticos. Asimismo, la definición de algunos términos de origen americano pueden ser mejor entendidos si es que el contrato de SPA incluye una breve definición o explicación de lo que significa cada término importado, o, inclusive, por un factor casuístico, es totalmente válido que su definición se realice dentro de la estructura del contrato a medida que se van formalizando las negociaciones. Asimismo, este tipo de contratos ha traído como consecuencia que dentro de su redacción y, a fin de no exceder lo comúnmente aceptado por las partes, se tenga que recurrir a anexos para comprender cabalmente los alcances de cada cláusula importada.

Un segundo punto a considerar dentro de la estructura del contrato es el objeto del mismo. Dentro de este punto del contrato, el vendedor explica y detalla qué es lo que el vendedor está enajenando (o, al menos, pretende vender). Se tendrá que incluir dentro de su redacción si lo que se vende es un paquete de acciones o, en su defecto, si es que se está pensando en una transferencia de activos, lo cual deberá ser claramente indicado en el contrato. En el caso de compraventa de activos, lo que suele hacerse es un listado de los bienes que han de ser transferidos, respetando los criterios contables y de valorización, así como los societarios que determinen la viabilidad de la operación.

Ahora bien, un tercer punto a considerar dentro de la estructura del contrato es el Precio o contraprestación a pagarse como consecuencia de la compraventa de la empresa bajo la modalidad de Merger o Acquisition. En esta parte del contrato se establecerá de manera general, el precio del contrato y la forma de pago. Cabe la posibilidad que también el precio se encuentre supeditado a un índice o condicionante externo a la negociación, y que podrá ser ajustado con posterioridad, dentro de la viabilidad contractual suscrita o, al menos, negociada. Este ajuste del precio puede darse en dos momentos en particular; uno, previo a la operación de M&A; que puede evidenciarse mediante una auditoría posventa o, por la aparición de inconsistencias e inexactitudes de los Reps & Warranties o; inclusive, por los resultados finales arrojados por la empresa al término del resultado económico de la compañía.

Un cuarto elemento a ser considerado dentro de la estructura del contrato de SPA lo constituye a regulación sobre los Reps & Warranties (Representaciones y Garantías), sobre las cuales se explicará más adelante; sin embargo, debe adelantarse que este tipo de cláusulas tiene una influencia eminentemente anglosajona. Este tipo de cláusulas obedece exclusivamente a la influencia del derecho corporativo norteamericano, por lo que su redacción deberá ser especialmente revisada por los abogados que conozcan no sólo el derecho comercial americano, sino también que tengan la facilidad de poder acoplarlo al sistema del derecho civil peruano. Mediante el establecimiento de los Reps & Warranties, se lista una serie de materias que el vendedor (y en algunos casos, también el comprador) manifiestan y, a su vez, garantizan; básicamente relacionadas al contenido de los Reps & Warranties y que será evaluado posteriormente (en conjunto) por el comprador para determinar el precio de la adquisición e, inclusive, si es que los Reps & Warranties no quedan claros o no escudan adecuadamente al comprador, éste podría desistirse de seguir con la negociación y dar por concluido el proceso de M&A.

Otro punto desarrollado en este tipo contractual es el referido a las condiciones precedentes, las mismas que constituyen una serie de situaciones de las que

dependerá el cierre de la operación y que suelen ser impuestas previamente por el comprador antes del cierre final de la operación. Un ejemplo usual es que antes que se realice la transferencia de la empresa, sea a través del mecanismo de Merger o Acquisition, la empresa vendedora haya renovado y tramitados todos los permisos, autorizaciones y licencias que fuesen necesarias para que la adquirente no tenga mayores inconvenientes con el curso regular de la compañía target. Dentro de esta cláusula puede incluirse cualquier situación que el comprador considere relevante para el cierre de la operación, por lo que puede incluir cualquier situación que estime relevante para considerarla como un “precedent condition”<sup>7</sup>.

Otro punto de especial regulación dentro de estos contratos es el relacionado a las Garantías que se establecen para asegurar el éxito de la operación. El comprador suele establecer que, ante la existencia de inexactitudes en los Reps & Warranties, podrá resarcirse el daño generado mediante una retención o ajuste del precio, sea mediante el depósito del precio en alguna cuenta o manejo de un tercero administrador o mediante una garantía emitida por alguna entidad financiera. Este tipo de regulaciones se da cuando la empresa vendedora no tiene una presencia significativa en el mercado o, si la tuviese, su reputación no es del todo satisfactoria. Si la empresa target o vendedora es más solvente, la existencia de las garantías suele minimizarse, inclusive, descartarse por completo, dependiendo de la reputación corporativa del vendedor.

Una cláusula tipo que suele incluirse dentro de estos tipos contractuales es la relacionada a los acuerdos adicionales. Si se considera que no sólo en el Perú y en la región, sino con mayor razón en Estados Unidos existen importantes conglomerados empresariales, en los que existen contratos que regulan las relaciones entre empresas matrices (Holdings, en el caso norteamericano), así

---

<sup>7</sup> Resulta conveniente indicar que en el caso de los “precedent conditions”, éste constituye uno de los factores más importantes en lo que respecta a la toma de control de una empresa a través de la Acquisition, cuando la firma y el cierre del deal no son simultáneos; toda vez que el comprador sólo se encontrará obligado a cerrar la operación siempre que se cumplan todas las condiciones precedentes establecidas en la negociación. Por poner un ejemplo, desde el inicio de las negociaciones, las partes han venido brindando información de la empresa y de los activos y pasivos de la misma. Una vez que el comprador conozca todos los pasivos de la empresa, tendrá una mejor condición en la que pueda negociar las condiciones del precio del target, pero ello se limita al cierre de la operación, a fin de que el comprador cierre la operación siempre que el valor de la compañía target se mantenga igual que al inicio de las negociaciones. En este sentido, de acuerdo a las “precedent conditions”, las partes sólo procederán a cerrar la operación en la medida en que las condiciones precedentes se hayan cumplido hasta el momento del cierre.

como relaciones entre las subsidiarias, sucursales, filiales, etc. En ese sentido, resulta recomendable que dentro del proceso de elaboración del contrato, las partes puedan establecer la regulación que aplicará a las relaciones entre compañías vinculadas, por lo que suelen prepararse contratos adicionales que regularán las relaciones entre estos grupos de empresas.

Ahora bien, dentro de la redacción de los contratos de compraventa de empresas, se suele incluir un apartado llamado “misceláneos”. En este acápite del contrato, se suele desarrollar tópicos también importantes del contrato pero que, por su utilidad práctica, suele independizarse en este apartado. Este apartado del contrato suele incluir ítems como por ejemplo, las notificaciones que se realizarán y cursarán las partes, lo cual permitirá definir la manera en la que éstas podrán y deberán intercambiar información y cuál será el medio adecuado para realizarlo. Por ejemplo, se suele establecer en los contratos de este tipo que la comunicación se realizará a la compañía misma e, incluso, a la dirección de los asesores legales que tendrán una participación especialmente activa en esta fase de la negociación. Otro tema adicional es que las partes establecerán a partir de cuándo se harán efectivas las notificaciones (por ejemplo, a partir del día siguiente de realizada la notificación a los domicilios consignados en la parte introductoria del contrato).

Otro punto que se ha importado del derecho corporativo norteamericano y que no ha tenido problemas al ser adaptado al Common Law es el relacionado a la conservación del contrato; fijándose que la invalidez de alguna de las cláusulas del contrato no debería afectar a las demás, salvo que exista alguna relación de dependencia o correlación entre una y otra. Este principio jurídico se ha sabido adaptar convenientemente al derecho peruano, por lo que se considera que estas cláusulas pueden subsistir de forma independiente y no afectar así la estructura global del contrato.

Estas son, principalmente, las cláusulas más importantes y más usadas dentro de la ingeniería contractual de adquisición empresarial e incluso fusiones a nivel norteamericano y que han sido convenientemente importadas y adaptadas al derecho civil latinoamericano.

Conforme se ha venido desarrollando, podemos concluir que el contrato de compra venta de acciones contiene en términos generales una estructura que abarca desde el detalle o índice, las definiciones terminológicas, el objeto del contrato (SPA), el pacto respecto al precio o la contraprestación y su modalidad de pago, las representaciones y garantías, las condiciones precedentes, las garantías propiamente dichas, los acuerdos adicionales, las cláusulas de misceláneas, entre otras.

## CAPÍTULO IX. LA IMPLEMENTACIÓN DE LA CLÁUSULA MAC EN LOS CONTRATOS DE M&A

### 9.1 Incorporación de las Cláusulas MAC en las negociaciones de M&A

Dentro del proceso de incremento de operaciones de M&A en Estados Unidos, y mucho después en Perú, se ha venido perfeccionando el diseño de las Cláusulas Mac, de manera tal que ha sabido acoplarse convenientemente a los intereses de los compradores y vendedores de empresas o a compañías fusionantes. Con el progreso y versatilidad de las operaciones de M&A en el mundo, la redacción de la Cláusula Mac ha tenido también una notoria mejora estructural. El mercado de Fusiones y Adquisiciones ha constatado que la Cláusula Mac es una cláusula bastante útil, la cual pueden alegar que, para no seguir dentro de la negociación. Sólo por citar un ejemplo, entre los años 2008 y 2010, la cláusula Mac se convirtió en la cláusula más importante de las operaciones de M&A al ser la causal de varias disputas corporativas importantes en Estados Unidos, al alegarse la existencia y ocurrencia o no de la misma.

Se dice que dentro de la ingeniería corporativa a nivel mundial, siempre existen innovaciones que repercuten en el sistema legal y, consecuentemente, en las operaciones comerciales. El caso norteamericano es muy particular, ya que al ser pionero de la constitución de las empresas más importantes y con mayor presencia a nivel mundial, su regulación es particularmente adaptada a los demás países en los que Estados Unidos tiene influencia económica o presencia de mercado.

Probablemente, un punto de inicio por el cual se pueda estudiar convenientemente la Cláusula MAC sea con la crisis financiera del 2008 (Credit Crunch). Debido a la emisión de préstamos realizados de manera indiscriminada a los NINJAS (No Income, No Job, No Assets) y la consecuente burbuja financiera<sup>8</sup>, gran parte de la economía internacional había sufrido un importante

---

<sup>8</sup> Para mayor información, puede revisarse Self Bank: 15+1 Crisis de la Bolsa. Ganar en las turbulencias financieras. Editorial Pearson, 2013 Págs. 50-55.

remesón que no permitía la aparición de financiamientos empresariales. Muchas operaciones que se venían gestando en esa época, con la crisis financiera, ya no podían seguir con las negociaciones y en muchas ocasiones se rompían los nexos contractuales por la imperante imposibilidad de alguna de las partes de poder celebrar y concretar el Merger o Acquisition.

Aquí entra a tallar, para quienes se adentran por primera vez al entendimiento y comprensión de la Cláusula Mac, con la crisis del 2008. En el año 2009, la crisis ya estaba ejerciendo presión económica en diversos sectores de la economía, especialmente en el sector financiero. A manera de ejemplo, en junio del 2009, el Bank of America buscó frustrar la adquisición de la Merrill Lynch Acquisition bajo la alegación de la existencia de una Cláusula Mac que se había incluido dentro del Contrato de Fusión. El Mac al que se hace referencia se habría determinado por la pérdida de más de US\$15 millones de dólares previa a la fecha de cierre de la adquisición (Gottschalk 2010: 1059). El mismo autor hace alusión a otro caso que cobró especial notoriedad en el derecho corporativo americano y fue el caso de la potencial compra de Sallie Mae por parte de J.C. Flowers, Bank of America y JP Morgan.

#### 9.1.1 Definición de Cláusula Mac y su aplicación en los contratos

La doctrina norteamericana considera que la ingeniería implementada en la elaboración y estructuración de la Cláusula Mac constituye uno de los avances en ingeniería contractual más importantes de los últimos tiempos, o como diría Steven Davidoff en su columna de The New York Times, cuando se refiere a los Contratos de M&A, especialmente a la Cláusula Mac como “one of the most important provisions in a merger Agreement”. Mayor es la opinión que realiza Andrew A. Schwartz, quien en algún momento fue abogado del área corporativa del estudio de abogados Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, quien es considerado una de las mayores y más reconocidas personalidades en el mundo de M&A, quien ha definido a la Cláusula Mac como “the most important term in the most important contracts of our time” (Schwartz, 2010: 791). Para la doctrina norteamericana y, evidentemente, para la peruana, los desafíos por los que ha

atravesado la construcción de la Cláusula Mac ha permitido que sea considerada como una de las más elaboradas dentro del derecho contractual tradicional.

La Cláusula Mac, que es la sigla del “Material Adverse Change” o “Cambio Materialmente Adverso” (e, incluso para alguna parte de la doctrina norteamericana, Cambio Sustancialmente Adverso), es definida como un derecho de salida (Exit Right) a favor del comprador en el supuesto en que la empresa target llegue a ser afectada por algún cambio significativo antes del cierre de la operación de M&A.

La doctrina norteamericana define textualmente la Cláusula Mac de la siguiente manera: “A typical term would permit the buyer not to close the transaction on the postexecution occurrence of “any change, occurrence or state of facts that is materially adverse to the business, financial condition or results of operations” of the seller (i.e. the target)” (Gilson & Schwartz. 2005: 331)

La ambigüedad en la elaboración de los contratos es el peor enemigo de los abogados corporativos (dealmakers); ya que son estos abogados transaccionales quienes se encargan de plasmar de la mejor manera que el contrato refleje específicamente lo que las partes desean que diga, así como que siga diciendo lo que decía al inicio, independientemente de quien le de lectura o interpretación a las cláusulas del contrato. Lo ideal es que la redacción utilizada por los corporate lawyers permita una adecuada e intencionada interpretación de las diversas cláusulas del contrato. Un tratadista americano explica mejor esta aseveración “(...) the goal of a contract is to describe *with precision* the substance of the meeting of two minds, in language that will be interpreted by each subsequent reader *in exactly the same way*” (Fox, Charles, 2008: 4).

No debería considerarse que la Cláusula Mac sólo permite la salida del comprador ante alguna situación adversa desfavorable para este último dentro de la operación de M&A. La Cláusula Mac podría ser utilizada como un mecanismo de salida y, también, como un derecho a cobrar daños después del cierre de la operación. Ahora bien, la utilidad y redacción que puede dársele a la Cláusula

Mac permite no sólo que ésta pueda ser alegada por el comprador, sino también por el vendedor. En el caso del comprador, su redacción puede darle la posibilidad a éste de ejercer eventualmente un derecho de salida en caso la compañía target se encuentre afectada antes de la fecha del cierre de la operación; y, por otro lado, puede favorecer también al vendedor, al otorgársele una herramienta que le permita limitar el pago de daños a favor del comprador o limitar incluso las posibilidades que este tenga en negarse a cerrar el contrato ante la afectación de una Rep & Warranty.

Desafortunadamente, el derecho peruano aun es incipiente en este tema y son pocos los tratadistas que han podido escribir sobre la aplicabilidad de la cláusula Mac. Ya que los principales abogados corporativos se encuentran ocupados en las grandes operaciones financieras y de M&A, han sido unos cuantos los profesionales que se han dado un tiempo para poder brindar sus opiniones y explicaciones sobre esta institución del derecho corporativo norteamericano, por lo que no existe jurisprudencia alguna sobre este tema (al menos en el Perú, ya que en Estados Unidos la casuística es realmente considerable).

La definición estandarizada de la Cláusula Mac incluye un triple ámbito de aplicación: (i) el ámbito de aplicación (Field of Change o Mac Objects), que determina los elementos sobre los cuales podrá ocurrir un Mac; (ii) las excepciones (carve outs) que constituyen aquellos supuestos detallados que podrían generar un MAC pero que se encuentran expresamente excluidos por el contrato; y, (iii) las excepciones a las excepciones o calificador de excepciones, por el cual se detallan los supuestos en los que no operarán las excepciones u podrá constituirse un Mac.

Un modelo de Cláusula Mac que agrupa los tres elementos indicados anteriormente fue desarrollado dentro del contrato de adquisición celebrado entre las compañías Genesco y Finish Line, cuya redacción (bastante completa por cierto) se replica a continuación:

*“Company Material Adverse Effect shall mean any event, circumstance, change or effect that, individually or in the aggregate, is materially adverse to the business, condition(financial or otherwise), assets, liabilities, or results of*

*operations of the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that none of the following shall constitute, or shall be considered in determining whether there has occurred, and no event, circumstance, change or effect resulting from or arising out of any of the following shall constitute, a Company Material Adverse Effect: (A) the announcement of the execution of this Agreement or the pendency of consummation of the merger (including the threatened or actual impact on relationships on the Company and The Company Subsidiaries with customers, vendors, suppliers, distributors, landlords or employees (including the threatened or actual termination, suspensión, modification or reduction of such relationships); (B) changes in the national or world economy or financial markets as a whole or changes in general economic conditions that effect the industries in which the Company and the Company Subsidiaries conduct their business, so long as such changes or conditions do not adversely effect the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate; (C) any change in applicable Law, rule or regulation or GAAP or interpretation thereof after the date hereof, so long as such changes do not adversely affect the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate; (D) the failure, in and of itself of the Company to meet any published or internally prepared estimates of revenues, earnings or other financial projections, performance measures or operation statics; provided, however that the facts and circumstances underlying any failure may, except as may be provided in subsections (A), (B), (C), (E), (F) and (G) of this definition, be considered in determining whether a Company Material Adverse Effect has occurred; (E) a decline in the price, or a change in the trading volumen, of the Company Common Stock on the New York Stock Exchange (“NYSE”) or the Chicago Stock Exchange (“CHX”); (F) compliance of the terms of, and taking any actions required by, this Agreement, or Merger Sub after the date of this Agreement (other than actions or omissions specifically contemplated by this Agreement)”*

Así pues, de acuerdo a lo señalado por Nixon Peabody LLC en Estados Unidos, aproximadamente el 89% corresponde a contratos de Acquisitions por montos superiores a los US\$100 millones celebrados entre junio de 2010 y mayo de 2011, los mismos que contenían una cláusula Mac dentro de la redacción de sus contratos de M&A (Peabody, 2011). De un escenario de 100 operaciones de M&A, únicamente el 2% de estas operaciones en Estados Unidos no contaban con la inclusión de una Cláusula Mac como requisito condicional para el cierre de la operación.

Si se desea conocer cómo se estructura una cláusula Mac en el Perú, se debe traer a colación la cláusula tipo anteriormente descrita en el contrato celebrado

entre Genesco y Finish Line; por lo que su interpretación y/o traducción deberían considerar:

- i. La condición financiera y/o económica, operaciones, negocios, propiedades o prospectos de la Compañía;
- ii. Capacidad de la empresa de cumplir con sus obligaciones de pago bajo los documentos de Acquisition correspondiente;
- iii. La validez, eficacia o exigibilidad de los documentos de la Adquisición o de las garantías constituidas o por constituirse en los Contratos de Garantía que acompañarán la negociación; y,
- iv. Las condiciones del mercado de valores y/o financiero y/o condiciones financieras, políticas, económicas, legales, cambiarias, bancarias locales y/o internaciones y/o la condición política y/o económica de la republica peruana.

Como se puede ver, la elaboración y estructuración de la Cláusula Mac obedece, principalmente, a una atribución de riesgo dentro del desarrollo de los contratos de M&A; de esta manera, las partes podrán atribuirse el riesgo ante la eventualidad de suceso de un Mac, siempre y cuando su ocurrencia se encuentre claramente delimitada y definida en el respectivo contrato de M&A.

La Cláusula Mac constituye en sí misma un mecanismo utilizado por las partes intervinientes para distribuir convenientemente los riesgos de la operación de M&A. Se podría considerar que la Cláusula Mac tiene por objeto la exclusión o mitigación de los efectos nocivos de una potencial cambio de las condiciones del negocio el cual pretende ser transferido a través de la Fusión o de la Adquisición; situación cuya variación podría afectar considerablemente las condiciones jurídicas, legales, financieras, contables, regulatorias, entre otras).

La interpretación y aplicación que realizan los tribunales de justicia norteamericanos sobre los alcances e interpretación de la Cláusula Mac, ha trascendido en el mercado internacional, por lo que la legislación peruana debe ser analizada desde la óptica de la influencia del derecho anglosajón al derecho

corporativo peruano y cuya estructuración contractual, al igual que en Perú y otros países de ascendencia de Civil Law, también se ha estructurado sobre la base del principio de la libertad contractual, lo cual denota la seguridad que en el caso de Peru (Civil Law) y en el caso de Estados Unidos (Common Law), respecto a este punto, no existen mayores complicaciones respecto a su utilidad práctica. Basados entonces en la aplicabilidad del principio de Pacta Sunt Servanda, se podrá establecer y negociar los alcances de la Cláusula Mac dentro de la estructuración del Contrato de M&A.

La experiencia norteamericana ha permitido desarrollar, dependiendo de la operación y el mercado en el que se desarrolle la inclusión de la Cláusula Mac, una redacción particular para cada operación importante. En los últimos años, las principales operaciones de M&A han desarrollado, convenientemente, una redacción particular sobre lo que debe entenderse por Cláusula Mac en la negociación. Así pues, tenemos diversos desarrollos de la Cláusula Mac incluidos en diversos contratos de M&A. Algunos ejemplos dados en los principales deals norteamericanos; son los siguientes: (i) el Mac incluido en el merger agreement entre Merrill Lynch & Co., Inc. y Bank of America Corporation; (ii) la Cláusula Mac incorporada en el Agreement and Plan of Merger celebrado entre SLM Corporation, Mustang Holding Company Inc. y Mustang Merger Sub, Inc.; (iii) el Agreement and Plan of Merger suscrito entre Aut Acquisition Company, LLC Auto Mergersub, Inc. y The Pep Boys-Manny, Moe & Jack; (iv) el contrato celebrado entre Huntsman Corporation y Hexion Speciality Chemical, Inc.; (v) la cláusula incluida en el contrato celebrado entre IBP, Inc. y Tyson Foods; (vi) el Contrato suscrito entre Countrywide y Bak of America; (vii) la cláusula Mac incluida en el contrato entre Penn National Gaming y PNG Acquisition Company; (viii) la cláusula Mac entre Apache Corporation y Mariner Energy; (ix) la cláusula Mac suscrita entre Javelin Pharmaceuticals y Hospira; (x) la cláusula Mac incluida en las negociaciones entre Accredite Home Lenders y Lone Star; así como (xi) la cláusula Mac incluida en la operación celebrada entre Genesco y Finish Line.

Todas las operaciones indicadas anteriormente han desarrollado convenientemente una redacción bastante útil y aplicativa para cada tipo de operación, que ha sabido ser utilizada como fuente contractual, doctrinaria y jurisprudencial en el derecho corporativo norteamericano, para pasar a ser traducidas e implementadas en el derecho peruano y de los demás países de tradición jurídico civilista. Cabe indicar aquí una importante precisión; la traducción que se realice sobre las cláusulas importadas del derecho corporativo norteamericano no siempre son congruentes con la redacción del país que busca su implementación. Muchos de los términos gramaticalmente utilizados en el derecho norteamericano pueden colisionar no sólo contextual o gramaticalmente, sino que su significado puede no ser totalmente correcto, generándose zonas ambiguas en su redacción, interpretación y utilización. En ese sentido, la tarea del abogado corporativo será entender, traducir y darle un sentido lógico a la Cláusula Mac para que ésta pueda tener la utilidad práctica que se desea dentro de la negociación.

#### 9.1.2 Utilización y finalidad de las Cláusulas MAC en los contratos

La Clausula Mac busca, principalmente, distribuir entre las partes, de manera eficiente, los riesgos asociados a la ocurrencia de una situación materialmente adversa, y cuyo efecto en la transacción pueda resultar siendo “significativa” o “material” y que la pueda afectar de manera considerable. Como es evidente, la estructuración de este tipo de contratos tiene su antecedente en los contratos de SPA celebrados bajo la regulación de la Ley de Nueva York. Para el caso peruano, se debe analizar adecuadamente su análisis, lo que le permitirá evaluar su compatibilidad dentro del sistema jurídico peruano.

La utilización de la Cláusula Mac puede materializarse como una condición precedente (precedent condition) a través de dos manifestaciones; una primera manifestación englobada como una cláusula general; siendo la segunda variante, su utilización como objeto de los Reps & Warranties. En este sentido, las partes pueden entender que la importación y aplicabilidad de la Cláusula Mac no se restringe únicamente al otorgamiento de un derecho de salida para alguna de las

partes, sino que puede también influenciar la cuantificación de daños que eventualmente debería asumir y pagar el vendedor en caso que, después del cierre, el incumplimiento de las Reps se materialice.

Como ya se ha venido adelantando en el desarrollo de este trabajo, la incorporación de una Cláusula Mac tiene dos principales efectos dentro de la operación de M&A. La primera de ellas consiste en que permitirá ser una herramienta de salida a la transacción que pueda, eventualmente, perjudicar considerablemente el negocio. Por otro lado, la Cláusula Mac también tendrá una utilidad práctica como mecanismo (derecho) de poder terminar un contrato.

En el primer escenario, la doctrina corporativa anglosajona considera a la Cláusula Mac bajo el manto doctrinal de lo que se conoce como un “exit right” o derecho de salida. Normalmente, dentro de las operaciones de M&A, se dan situaciones en las que una u otra empresa requieren contar con financiamiento para llevar a cabo la operación. Esta operación está asociada al desembolso de una serie de inversiones que pueda hacer el potencial comprador. En caso considere el comprador que la operación pueda sufrir de un eventual cambio adverso significativo, podrá evitar seguir con los desembolsos pactados o, en su defecto, no exceder la inversión que ya ha realizado. Entendido este punto, la aplicación de la Cláusula Mac como precedent condition se convertirá automáticamente en un derecho que le permitirá al comprador poder habilitar al comprador a sustraerse de su obligación de seguir realizando las inversiones.

La segunda función de la Cláusula Mac permitirá al comprador poder salir de las negociaciones (entre la fecha de firma y la fecha de cierre) ante la ocurrencia de determinada situación, evento, suceso, circunstancia, acontecimiento, efecto o cambio que afecte sustancialmente a la compañía target, a fin de evitar sufrir un mayor deterioro en su condición de negociación. Actualmente, la elaboración por parte de los abogados corporativos ha generado que, dada la inclusión de un abundante listado de excepciones y excepciones a las excepciones, se haya logrado convertir en una cláusula donde se entrampan la mayor cantidad de negociaciones en los contratos de M&A. En este contexto, de existir alguna

situación en la que claramente pueda generarse considerables contingencias para el desarrollo de la negociación, el comprador podrá algar la existencia de una Mac para poder salir de la negociación del M&A.

Sólo para complementar lo aquí indicado, existen tres manifestaciones del Mac que otorgan un derecho de salida para el comprador: (i) cuando una condición precedente tiene como objeto la ausencia de un Mac; (ii) cuando una condición precedente tiene como objeto una declaración y garantía que, a su vez tiene como objeto la ausencia de un Mac; y, (iii) cuando las declaraciones se encuentran calificadas con un Mac.

Obviamente, una manifestación o garantía, aal ser calificada como un Mac, resultará más favorable para el enajenante de la compañía, pues no incurriría en una causal de violación o incumplimiento de aquella si no resulta en una Mac para la empresa target a ser vendida. La diferenciación temporal entre la fecha de cierre y la de la suscripción suele ser relativa. Esto se da por la necesidad de contar con autorizaciones gubernamentales o corporativas para la culminación de la transacción, dado que en ocasiones el adquirente tiene que buscar las fuentes de financiamiento para realizar la compra o cuando se requiera la confirmación de partes relacionadas a la compañía target o proveedores de la sociedad.

El plazo de diferimiento del cierre de la operación puede ser negociada y durar varios meses, existiendo el riesgo de que la empresa target sufra modificaciones o variaciones significativas y que las mismas puedan afectar, considerablemente, la condición de la negociación y las condiciones de precio de la empresa target.

Existen medios por los cuales las partes pueden distribuir, mediante la aplicación de las Cláusulas Mac, los diversos riesgos del posible deterioro de la compañía durante el lapso de tiempo que dure la negociación y el cierre respectivo. Esta posibilidad que tiene el comprador de poder deslindarse de la responsabilidad sobreviniente de salir de la negociación mediante la alegación de un Mac es lo que se conoce como un “walk-away right”. Asimismo, un Mac le

permite al eventual comprador contar con el derecho a la indemnización del vendedor por el perjuicio económico generado que sufra la compañía target.

Hace pocos años, la American Bar Association, como resultado de una encuesta realizada, indicó que aproximadamente, alrededor de 93% de los contratos de SPA y los contratos de compraventa de compañías privadas, y el 100% de los contratos de compraventa de empresas públicas en Estados Unidos, contenían una condición de cierre de la operación atada a la existencia de un Mac, por lo que de existir éste, el comprador no tendría la obligación de tener que cerrar el Mac entre la firma y cierre del deal. Por esta razón, la aplicación e importación de la Cláusula Mac a las operaciones de Fusiones y Adquisiciones en el Perú ha permitido que, los compradores cuenten con un haz bajo la manga que les permita deslindarse de responsabilidad indemnizatoria, por lo que prefieren alegar la existencia de un Mac y así liberarse de la obligación de concretar la operación; ya que, de lo contrario, seguir adelante con la operación podría constituir una contingencia sumamente considerable para la viabilidad de la Newco y, evidentemente, de la empresa adquirente al comprar una empresa que al ingresar a su patrimonio, ingresaría con una serie de defectos legales, económicos, financieros, estructurales, logísticos; entre otros, que podrían resultar de suma complicación para ser valorados.

Ahora bien, los estudiosos del derecho corporativo estadounidense y, aquellos abogados peruanos que se han dado el trabajo de estudiar sistemáticamente este tipo de cláusulas, han venido importando y manejando estas herramientas contractuales, estiman que el principal aporte de la Cláusula Mac es otorgarle al comprador de la compañía target la posibilidad de poder negociar el precio de la transacción en caso que se haya producido alguna situación que haya afectado seriamente el valor de la transacción como consecuencia de un evento Mac. Es así que, dentro de las operaciones de M&A en el Perú, se ha incorporado esta cláusula a este tipo de operaciones, permitiendo que éstas hayan salido adelante y no hayan causado afectaciones económicas a las partes después de la firma del SPA; por lo que, cuando negocian este tipo de contratos, estarán tranquilos de seguir adelante si es que se incluye una cláusula Mac bien redactada.

Lo antes dicho se condice con la justificación de por qué los contratos de SPA regulados y estructurados por la norma neoyorkina no han considerado, dentro de su redacción, una estructura que les permita poder valorar de forma objetiva (en ese momento), la ocurrencia de un evento Mac. La respuesta es sencilla, su redacción tiene que ser tan bien elaborada por el abogado corporativo que le permita poder renegociar el precio de cualquier transacción, ante la eventualidad de materialización de un Mac; siendo ello tratado de manera que los argumentos de las partes no se limiten a lo redactado en el contrato, sino que su negociación pueda ser más subjetiva.

Anteponerse a las situaciones que podrían ser consideradas como “adversas”, resulta una tarea no muy sencilla para cualquier asesor legal corporativo, sea peruano, americano o de otro país; ya que en cualquier operación de M&A existen detrás culturas empresariales y, obviamente, una serie de prácticas corporativas que pueden tener en el futuro algún tipo de desenlace. Por ello, son innumerables las situaciones que podrían aparecer durante y después de la negociación, por ello, la labor del dealmaker será imprescindible en este escenario. Redactar una cláusula cerrada que limite a montos o situaciones específicas los umbrales de negociación sólo complicarán más la situación del eventual comprador, lo que lo puede desincentivar a seguir con el deal. Por ello, como ya lo hemos señalado, resulta conveniente redactar la cláusula Mac para que pueda ser negociada por las partes ante cualquier eventualidad.

### 9.1.3 Interpretación de la cláusula MAC

Si bien la interpretación de la cláusula Mac obedece a la negociación que realicen las partes, y dependiendo mucho del sector en el que se desenvolvería la cláusula Mac, se podría considerar que son dos los principales elementos que dan origen a un Mac; el primer elemento es la existencia de un cambio o efecto; siendo el otro elemento, que ese cambio o efecto sea sustancialmente (materially) adverso.

Tal como sucede en los procesos judiciales en el Perú y, siendo probablemente uno de los más importantes principios del derecho, la existencia del Mac deberá ser alegada por quien pretende su existencia, recayendo en él la carga de la prueba para demostrar su ocurrencia. En este escenario, resulta evidente que la parte a cargo del cumplimiento o verificación de las condiciones debe demostrar que no se ha generado una situación de materialidad del Mac.

Un importante caso de ejemplo es el que se ventiló en la corte de Delaware, en la disputa entre Hexion Specialty Chems. Inc. vs Hunstman Corp., en la que el juez Lamb consideró que la carga de la prueba recaía en quien buscara excusar su cumplimiento bajo las disposiciones del contrato. Siendo las sentencias judiciales americanas, particularmente muy gráficas en su desarrollo y aplicación, el juez Lamb dictaminó lo siguiente:

[L]as cláusulas Mac son animales extraños, sui generis entre sus cláusulas contractuales hermanas. No es para nada claro para esta corte que la forma en la que una cláusula Mac es redactada (i.e., como una declaración o garantía, o como una condición para el cierre), ante la ausencia de evidencias más específica sobre la intención de las partes, debería ser determinante sobre la asignación de la carga de la prueba. Típicamente, condiciones precedentes son hechos objetivos fácilmente determinables, generalmente que una parte cumplió con algún acto particular o que algún hecho independiente ha ocurrido. Una cláusula Mac no cabe fácilmente dentro de ese modo, y no es para nada claro que debería ser tratada de la misma manera para este propósito. Más bien, (...) parece ser la visión preferible, y la que la corte adopta, que ante la ausencia de lenguaje en contrario, la carga de la prueba respecto a un Mac descansa en la parte buscando excusar su cumplimiento bajo el contrato (corte de Delaware, Molina. 2013: 129).

#### 9.1.4 Elementos del MAC

A fin de determinar la regulación y, consecuentemente, la existencia de un Mac, es necesario que las partes redacten el acuerdo de Merger o el SPA en la medida en que satisfaga cada uno de los intereses de las partes, en ese sentido, para la alegación de un MAC, no se necesitará certeza de ocurrencia, sino más bien, la probabilidad razonable de que un MAC pueda ocurrir.

En ese sentido, para que alguna de las partes, sea compradora o vendedora, pueda alegar la vulneración o existencia de un MAC, tendrá que configurarse

principalmente dos elementos coexistentes. El primero de ellos es la existencia de un cambio o efecto en las condiciones del target o de la propia negociación. Es decir, se requerirá que se materialice un cambio o efecto en el deal que pueda generar potencial de afectación a alguna de las partes intervinientes.

Por otro lado, un segundo elemento que será necesario evidenciar dentro de la configuración y materialización del MAC es que los cambios no sean cambios simples en las negociaciones, sino que éstos sean sustancialmente adversos; es decir, que los cambios suscitados impacten la operación de tal manera que seguir llevándola a cabo o cerrarla implicaría para alguna de las partes, un importante detrimento en su condición de negociación. Por estas razones, resulta necesario identificar y analizar brevemente cuáles son estos dos elementos necesarios para la configuración del MAC.

#### 9.1.4.1 Necesidad de redacción de materialidad o efecto adverso

Uno de los puntos más importantes dentro de la estructuración de la Cláusula MAC a tener en consideración es la necesidad de que exista un cambio o efecto significativo en la condición y situación del target. Así pues, no cualquier parte podrá argumentar, en cualquier situación, la existencia de un MAC.

Evidentemente, la existencia de un MAC dependerá de la correcta redacción y manejo estructural, dentro del contrato, de esta cláusula. La materialidad de esta cláusula puede restringir al comprador a poder reclamar por aquello que no tenga o pueda, de manera razonable, tener un impacto considerable (sustancial) en lo que se refiere a los Reps & Warranties, y el negocio que está adquiriendo. Por ello, la redacción de este tipo de cláusulas normalmente se refiere a “material”, “relevante”, “sustancial” o, como es más utilizado, “efecto materialmente adverso”.

El término “efecto materialmente adverso” es una traducción más apropiada para el sistema legal peruano, ya que engloba una serie de factores que podrán encajar dentro de esta figura. Así, se podrá entender como Mac cualquier

situación, cambio o efecto en el estatus legal, económico, financiero, contable, o en cualquier otro aspecto relevante del target; así como actividades, operaciones, activos, resultados de la empresa que tengan un efecto contrario y significativo en el estatus económico o financiero que inclusive podrían llegar hasta las operaciones de la empresa target.

Dentro de la redacción de la cláusula MAC, se puede afirmar que habrán situaciones que han de incluirse dentro de la redacción de esta cláusula y en la que se incluirá un indicador cuantitativo como un ejemplo de que aquello pueda impactar significativamente en el target; otorgando este factor cuantitativo un mayor grado de predictibilidad de cuáles situaciones califican como MAC.

En ese sentido, no cualquier caso podrá encajar dentro de la definición de Mac, ya que su instrumentalización tendrá, necesariamente, que incorporar de la manera más general posible, todas aquellas actividades que pudieran encajar dentro de “evento materialmente adverso”. Sobre este último punto debemos indicar que, dependiendo del lado en el que se encuentre la negociación, los asesores legales de la parte compradora y de la parte vendedora, deberán establecer las negociaciones por las cuales se moverá la instrumentalización del MAC.

#### 9.1.4.2 Que los cambios sean sustancialmente adversos

Definir a un determinado evento como “sustancial” o “significativo” constituye un elemento de ambigüedad y vaguedad adicional a la construcción de la cláusula Mac; por lo que podríamos definir, al igual que lo hace la doctrina internacional, “material” como “sustancial” o “significativo”.

Considerar si determinado suceso constituye una situación que encuadre dentro de la definición de “materialmente adverso” o “sustancialmente adverso”, es una cuestión de hecho, que deberá ser analizada y determinada por un juez o árbitro de acuerdo a lo que las partes intentaron establecer desde un inicio en los documentos propios de sus negociaciones (Mehta, 2008).

Es importante señalar que parte de la doctrina norteamericana ha considerado dentro de un mismo marco conceptual al “adverse change” a instituciones contractuales del Common Law que autorizan a cualquiera de las partes a poder resolver el contrato (Somogie, 2009).

De acuerdo al compendio sistematizado que rige los contratos en Estados Unidos, el Second restatement of Contracts, que busca recoger los principios cúspides en doctrina y jurisprudencia sobre asuntos contractuales en el Derecho Corporativo Norteamericano, preceptúa que si posterior a la celebración de un contrato, el principal interés de una de las partes llegase a ser afectado sin atribuírsele culpa a ésta por el suceso de un evento cuya ocurrencia fue una asunción básica bajo la que el contrato fue celebrado, los deberes pendientes de cumplimiento con el contrato quedan sin efecto.

Probablemente, en el caso del derecho corporativo peruano, las figuras que más se asemejaría el MAC serían al de las figuras de “fuerza mayor” y “excesiva onerosidad de la prestación”. Se podría decir que en el caso de la excesiva onerosidad de la prestación, se requiere la ocurrencia de una prestación que constituya realmente una “excesiva onerosidad” por acontecimientos que resulten ser ajenos, extraordinarios e imprevisibles, de acuerdo a lo señalado en el artículo 1440 del Código Civil peruano. Por su parte, en el caso fortuito o fuerza mayor, un evento que sea “extraordinario”, “irresistible” e “imprevisible” impide la ejecución de la obligación o condiciona su cumplimiento tardío, parcial o defectuoso, según lo estipulado en el artículo 1315 del Código Civil Peruano. Por estas razones, se podría considerar que estas dos últimas instituciones del Civil Law constituyen un alto estándar para la alegación de un MAC; por lo que podría indicarse que el MAC regula, normalmente, situaciones de incertidumbre, que no necesariamente podrían encajar en la conceptualización de “extraordinarias”, “imprevisibles” e “irresistibles”.

En esencia, la implementación de una cláusula Mac se origina ante el reconocimientos de la parte compradora y vendedora al ser conscientes de la imposibilidad de poder anticiparse a todos los escenarios que podrían darse en el

futuro, y que algunos de estos casos podrían ocasionar que una parte no desee mantener la condición original del contrato, debiendo replantearse el mismo.

#### 9.1.5 La Cláusula MAC y la posibilidad de resolución contractual

Como se ha podido inferir hasta el momento, el derecho corporativo norteamericano, y, consecuentemente, el peruano, considera que la Cláusula Mac constituye por sí misma, un mecanismo contractual que permite atribuir los riesgos de una operación de M&A entre las partes de forma anticipada y proporcional. Mediante esta herramienta, las partes prevén contractualmente la exclusión o mitigación de los efectos negativos de un determinado evento, que constituya una modificación significativa en los efectos del contrato.

Aparte de servir como un mecanismo de asignación del riesgo, la cláusula Mac también constituye un mecanismo que permite a las partes poder rescindir el contrato ante la ocurrencia de una situación materialmente adversa, que afecte las condiciones de la operación de M&A. Lo que para nuestro sistema jurídico de tradición civilista (Civil Law) constituye la rescisión, para el derecho del Corporate Law (Common Law) se conoce como “walk away right” (o “derecho de salida”).

Se podría indicar que el walk away right, en el sistema jurídico peruano, podría semejarse a las condiciones suspensivas reguladas bajo el código civil. En este sentido, se subordina la condición cuando, como resultado de la voluntad del comprador y del vendedor, su efecto o resultado se encuentra supeditado a la ocurrencia de un evento futuro e incierto; en este sentido, no habrá una adquisición real de un derecho, en la medida en que no se verifique la ocurrencia o materialización de la condición.

En este escenario, al negociar la implementación de una cláusula Mac, las partes regulan las condiciones del contrato de M&A, creando condiciones suspensivas al redactarse dentro del Contrato de SPA (por ejemplo), que: “las declaraciones y garantías deben ser verdaderas y suficientes en la fecha de la

firma y en la fecha del cierre; asimismo, que ningún MAC ocurrió entre una determinada fecha base y la fecha de cierre”. Por lo antes indicado, resulta evidente que la celebración del contrato de M&A se encuentra subordinada a que se materialicen las condiciones reguladas dentro del contrato.

#### 9.1.6 Solución a través de arbitraje

El poder judicial no se encuentra cabalmente capacitado para poder entender cuáles son los alcances y términos de una cláusula Mac, y mucho menos, poder dirimir una controversia de índole corporativo, más aun si la Litis se relaciona con un sistema jurídico distinto al puramente civilista.

Actualmente existe una brecha no satisfecha por los administradores de justicia ordinarios, cuyas resoluciones, en muchos casos, resulta deficiente incluso al manejar conceptos propios del Civil Law, de los cuales provienen académica y profesionalmente. Entonces, teniendo en cuenta este importante problema ¿las cortes peruanas podrían resolver un contrato en el que verse la naturaleza y/o alcance de las cláusulas Mac? La verdad es que aún existe mucho por trabajar y aprender a los jueces ordinarios para poder desarrollar casos corporativos en donde no sólo está en juego la interpretación, sino que el sólo hecho de incluir una cláusula Mac presupone que el contrato cuenta con un grado de sofisticación y, por ende, puedan haber varios millones de dólares involucrados en la operación.

En este contexto, probablemente el mecanismo más apropiado para resolver este tipo de controversias sea el fuero arbitral. El arbitraje debe ser entendido como un mecanismo alternativo de resolución de conflictos (MARC)<sup>9</sup>, que permite conllevar las discrepancias de los individuos a una solución adecuada. El

---

<sup>9</sup> Concebimos la visión integral de los métodos alternativos de resolución de conflictos como la perspectiva en la cual integramos la práctica de todos los métodos que operan en forma alternativa a la justicia ordinaria, en todo su potencial, y tanto en el ámbito de cada país como en el ámbito internacional. Para identificar bien esta perspectiva precisemos que llamamos justicia ordinaria a la que imputa el Estado por medio de la labor de los magistrados, Jueces y demás funcionarios de la rama judicial del poder público, y que esos métodos alternativos actualmente son conocidos: en los países cuya ley proviene del sistema romano-germánico como los mecanismos alternativos para la resolución de conflictos (MARC), y en los países cuya normatividad proviene del sistema anglosajón como los *alternative dispute resolution* (ADR)<sup>9</sup>. En: Herrera Mercado, Hernando y Mantilla Espinosa, Fabricio. (2007) Temas estructurales en tomo al arbitraje, la conciliación y el arbitraje. Bogotá: Ed. Universidad Del Rosario. pp. 13 y ss.

arbitraje supone un conflicto de intereses interpersonales puede suscitarse entre personas naturales, personas jurídicas o en su defecto, personas naturales y personas jurídicas.

Debe de entenderse que esta institución proviene del latín *arbitrare*, que significa juzgar como árbitro, que a su vez, deriva del *arbitrator*, conceptualizado como quien asume el papel. El arbitraje constituye la facultad que posee una persona determinada que, facultado por el ordenamiento jurídico, puede resolver conflicto de intereses. A palabras de Aníbal Torres, citado por Vidal Fernando, “El arbitraje significa entonces, el ejercicio de la facultad que ha recibido el árbitro para resolver un conflicto de intereses, esto es, para la composición de una *litis*” (Vidal, 2003: 21).

Por otra parte, Varady, Barcelo y Von Mehren, entienden al arbitraje como:

[S]ee in a modern perspective, and in a cultural setting where courts represent the established tradition, arbitration can be regarded as an unorthodox and innovative method of settling disputes. In this context, arbitration is a response to questions that have been left unanswered within the judicial system, an innovative institution that meets specific needs that courts do not deal with satisfactorily (Varady, Barcelo y Von Mehren, 1999: 1).

Carlos Soto Coaguila opina sobre el arbitraje:

[e]n el Perú de hoy, el arbitraje constituye el sistema privado de solución de controversias comerciales por excelencia, preferido por inversionistas, empresarios, pequeñas y medianas empresas. Este hecho se constata de la lectura de las estadísticas de los Centros de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Lima, de AmCham-Perú, del Consejo Superior de Contrataciones y Adquisiciones del Estado – Consucode, de la Universidad Católica, entre otros. Estas cifras, qué duda cabe, no son fruto de la casualidad sino de la confiabilidad que el arbitraje está brindando a los particulares, tanto por su especialización como por su celeridad y seriedad (Soto, 2008: XI-XII).

Se evidencia con las anteriores definiciones del arbitraje, la importancia y trascendencia que equipara hoy este método de resolución de discrepancias. El arbitraje es un mecanismo alternativo de resolución de conflictos heterocompositivo<sup>10</sup>, por el cual la controversia existente entre las partes la decide

---

<sup>10</sup> “Dentro de los distintos medios de composición de los conflictos (autodefensa, autocomposición y heterocomposición) el arbitraje se incluye entre las formas heterocompositivas, ya que la solución la proporciona un tercero que impone su decisión a las partes; no son estas, sino el tercero, quien resuelve el conflicto, tomando una decisión a la que las partes quedan obligadas jurídicamente” En: Roca Martínez, José María. (1992) Arbitraje e Instituciones Arbitrales. Madrid: Ed. Bosch. p. 27

un árbitro, o en su defecto, un tribunal arbitral, compuesto por tres árbitros o incrementado en número impar, la cual se fundamenta en la autonomía de las partes para contratar este acuerdo ínter partes, se justifica en la solución definitiva de la litis. Este método alternativo de resolución de conflictos encuentra su sustento en la autonomía privada de las partes al suscribir un convenio arbitral.<sup>11</sup>

En ese sentido, podría pensarse que el fuero arbitral es el más conveniente mecanismo para poder resolver una controversia en la que se discuta la naturaleza, tratamiento y alcances no sólo de la cláusula Mac, sino también cualquier otra cláusula que se incluya dentro de algún contrato de M&A en el Perú y que tenga cualquier ingrediente de importación del derecho corporativo norteamericano.

La conveniencia de esta institución para resolver conflictos de intereses no es caprichosa, sino que se acopla a los avances académicos, doctrinarios, prácticos y empresariales contemporáneos. Los árbitros, quienes son abogados especializados en determinada rama del derecho, son quienes se encuentran más familiarizados con este tipo de operaciones, por lo que su participación no sólo en la declaración de derecho tiene un especial componente dentro de la negociación y posterior resolución, sino que también mediante sus pronunciamientos, podrá crearse doctrina que sirva para entender los alcances de estas instituciones.

Las partes intervinientes en el contrato, así como sus asesores legales, son conscientes de la gran cantidad de existencia de riesgos que pueden encajar dentro de lo que se conoce como “incertidumbre” y que no pueden ser anticipados dentro de un contrato. Obviamente, no existen contratos perfectos que puedan englobar todas las posibilidades existentes y por existir en un futuro, lo cual afecta la condición de ambas partes de poder regular en un sólo contrato todos los posibles eventos a suscitarse; esto es lo que el derecho corporativo norteamericano considera como “estándares”, en oposición a la especificidad de las reglas.

---

<sup>11</sup> Es recomendable revisar: Caivano, Roque J. (1998) Mecanismos Alternativos para la Resolución de Conflictos. Negociación, Conciliación y Arbitraje Ed. APENAC – Asociación Peruana de Negociación pp. 232-280

Debido a lo antes mencionado, podemos concluir que la cláusula MAC es aquella cláusula que permite distribuir de manera eficiente el riesgo dentro del contrato de M&A, y tiene una doble finalidad, la cual como ya lo hemos mencionado, constituye un derecho de salida (exit right) o un derecho a cobrar daños después del cierre de la operación en el supuesto que la empresa target llegue a ser afectada por algún cambio materialmente adverso que genere un efecto en la tramitación que resulte significativo.

En ese sentido, es que podemos señalar que la MAC se encuentran compuestas por 2 elementos siendo el primero de ellos la necesidad que se produzca un cambio significativo y el segundo de estos es que el cambio genere efectos sustancialmente adversos.

Cabe resaltar, conforme lo hemos descrito previamente, que dentro de las cláusulas MAC podemos apreciar un triple aspecto regulado, el cual abarca el ámbito de aplicación de la MAC, las excepciones a las MAC o carve outs, y las excepciones a las carve outs. En estas excepciones se tratan tópicos relacionados con aspectos temporales y cuantitativos, los cuales conforme se ha comentado, se encuentran regulados por límites previamente acordados.

## CAPÍTULO X. CONVENIENCIA EN LA IMPLEMENTACIÓN DE CONCEPTOS DEL DERECHO ANGLOSAJÓN AL SISTEMA DE F&A PERUANO (REPS AND WARRANTIES & EARN OUT CLAUSE)

### 10.1 La compañía como *target* de negociación

De acuerdo a nuestro sistema jurídico, al igual que el de muchos otros países, existen dos principales formas de tomar el control de una empresa, uno es mediante la Merger, que en nuestro sistema jurídico, encaja dentro de lo que se conoce como reorganizaciones societarias, las cuales (como ya vimos) tiene dos variantes; la fusión por absorción y la fusión por incorporación. Por otro lado, tal como ya lo hemos identificado anteriormente, la Acquisition (adquisición) es una forma de control empresarial, que se materializa, comúnmente, a través de la adquisición de acciones y/o activos de la empresa target; esto, con la intención de poder ingresar a un nuevo mercado a través de la sinergia corporativa.

Las Empresas se han comprado desde siempre, lo único que ha cambiado es la forma de la negociación que se ha venido tecnificando y adoptando estándares de especialización mucho más compleja. A diferencia de antes, cuando una empresa quería fusionarse o comprar a otra, se elaboraba un contrato de compraventa en el que el objeto era simplemente la compraventa de una empresa, y no se desarrollaba adecuadamente puntos que no se encontraban identificados de manera superficial. Por ejemplo, elementos como los Reps & Warranties son cláusulas que han venido tecnificándose de manera tal que su grado de especialización les ha permitido ser un importante mecanismo de asignación de riesgo previo al cierre de la operación; de lo contrario, al no haberse identificado y asignado correctamente estos riesgos, las controversias derivadas de la interpretación del contrato tenían que ser resueltas en varios años dentro de un proceso judicial.

En ese orden de ideas, la sofisticación en la asignación de los riesgos ha constituido un elemento de suma importancia para evitar mayores costos de transacción derivados de la falta de regulación inicial de este tipo de cláusulas. Es

por ello que, actualmente, la identificación de una empresa como target permite evaluar qué es lo que se va a ganar con la sinergia o la implementación de la línea de negocio dentro de la empresa adquirente. Inclusive, los elementos a analizarse antes de proceder con las negociaciones tendrá como criterios elementales los análisis económicos, financieros, posicionamiento en el mercado, pero también justificativos en los que se buscar mantener al staff directivo de la empresa absorbida o adquirida, mantenimiento de la clientela, conocimientos industriales, etc.

Por lo mencionado en el párrafo anterior, se podría decir que cuando se analiza la adquisición de una empresa target no sólo debe hablarse de la simple adquisición de acciones, sino también de un conjunto de factores que le permitirán a la compradora incrementar los flujos de caja durante el horizonte de tiempo, aunado a la sinergia empresarial que resulte de la conjunción corporativa de estas empresas.

## 10.2 La Adquisición de la empresa (establecimiento del precio)

En el Common Law, específicamente, el peruano, el precio es la contraprestación económica que ha de recibir el vendedor por el comprador al momento de ser vendido algún bien, en este caso, la titularidad de las acciones. Como se verá más adelante, el precio puede diferirse a un momento ulterior al perfeccionamiento del contrato, siempre que para su determinación no se requiera la celebración de un nuevo contrato.

De acuerdo a la normativa civil peruana, la determinación del precio no puede ser dejada al arbitrio de una de las partes, caso contrario, el contrato decaería en nulo. Es por ello que, dentro de la negociación, el precio debe ser un factor determinado o determinable desde un inicio. En este sentido, incluso cuando el precio no haya sido precisado al momento de la celebración del contrato, se deberán pactar claramente los techos y pisos del establecimiento del precio que serán definidos en un momento posterior.

Si bien ha quedado claro que el establecimiento del precio tiene que ser determinado o determinable, su determinación dependerá de una fórmula matemática cuyos factores se irán despejando a medida que las negociaciones son efectuadas en el tiempo, así como los factores a incluirse dentro de su cálculo, como el tiempo, por ejemplo; factor que es evidente se está aplazando a posteriori.

### 10.3 La cláusula Earn Out y la valorización de la empresa

Como se podrá evidenciar, todo proceso de establecimiento de precio implica, evidentemente, un proceso de valorización de la compañía target, la misma que consiste en un proceso de estimación que realizan, principalmente, los asesores financieros, en las que utilizan una serie de criterios y ratios financieros que permitirán poder llegar a una correcta definición del precio (Forsyth, 2004).

Así pues, se podrá establecer un precio de acuerdo a diversos mecanismos y herramientas financieras, siendo las más comunes, por citar un ejemplo, el valor patrimonial, flujo de caja descontado o un determinado múltiplo del EBITDA (Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization), cuya traducción consiste en el beneficio (ingreso) antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

Sin embargo, si bien existen criterios financieros demostrados para poder realizar el cálculo del precio de la empresa target, existirá siempre un valor objetivo, las que se realizan sobre el valor de la empresa en circunstancias normales y otro valor subjetivo, condicionado por los factores intrínsecos tanto para el comprador como para el vendedor. Así, por citar sólo un ejemplo, el precio que podrá determinarse objetivamente por empresas con cultura empresarial ya identificada en el mercado peruano, como Wong, Inca Kola, entre otras, podrán ser determinadas por operaciones netamente financieras. Sin embargo, también existirá la posibilidad de que dentro del cálculo y definición del precio, exista un componente subjetivo, basado principalmente por el valor personal que se le dé al deal.

Así, teniendo como base el precio determinado por las partes a través de una valoración empresarial (hablando en términos puramente financieros), se permitirá que las partes puedan negociar para arribar a un acuerdo, ya que de no existir este establecimiento de precio en términos financieros, existirán una serie de negociaciones que podrían demorar considerablemente el deal, motivando a las partes a desistirse de cerrar la operación.

Dentro de la ingeniería contractual y corporativa del Common Law, se ha trabajado lo que en la doctrina norteamericana se conoce como “Earn Out” y que también se ha importado dentro de las operaciones de Fusiones y Adquisiciones en el Perú.

De por sí, la estructuración de una cláusula de Earn Out no es una tarea sencilla. Al contrario, su redacción debe ser sumamente cuidadosa, en el entendido que deberá prever todas aquellas posibilidades que podrían afectar la determinación del precio futuro. Por medio de esta cláusula, las partes intervinientes en el deal podrán solucionar los inconvenientes que pueda representar la correcta valoración de una empresa; lo cual permite poder ajustar el precio en el futuro, inclusive después de la definición del valor inicial.

Por ello, en muchos casos en los que no se ha establecido definitivamente el precio de la empresa target, la cláusula Earn Out permitirá que el establecimiento del precio pueda realizarse posteriormente y confirmar si lo negociado inicialmente se mantiene en el tiempo o, por el contrario, puede el precio incrementarse o disminuirse.

En el Perú, un *leading case* dentro de la experiencia corporativa respecto al *Earn Out* se evidenció en el contrato de asesoría financiera suscrito entre una empresa consultora y una entidad bancaria que atravesaba por problemas financieros. Los términos del contrato pretendían valorizar financieramente al banco interviniente en el contrato, así como la incorporación de un socio estratégico que rescataría a esta entidad financiera. El pago de los honorarios se efectuaría en dos armadas, una primera cuota que sería un *fee* fijo por la suma de

US\$50,000.00; así como un honorario de éxito que tenía la siguiente redacción: En caso que, por razón de la asesoría financiera de la consultora llegara a incorporarse un socio estratégico al banco, la consultora deja establecido que cobrará el monto adicional (Zusman, 2006).

Podría considerarse que, probablemente, la incorporación de una cláusula de Earn Out dentro de un contrato de M&A en el Perú sea un caso relativamente atípico, ya que la determinación del precio normalmente suele ser definido después de haber realizado la medición financiera del precio; sin embargo, su tratamiento tiene que ser utilizado en la medida que permita poder constituir una solución a los casos en los que no se pueda determinar fácilmente el precio del target y en donde sea evidente los entrapamientos de las partes en el establecimiento del precio. Inclusive, redactar esta cláusula vagamente o de forma sucinta podría llevar a una controversia a las partes que tendrían que derivarla a una solución de controversia a través del fuero judicial o arbitral que estancaría no sólo el cierre de la operación; sino que, inclusive, podría incrementar los costos de transacción de la operación en términos de recursos financieros y de tiempo no previstos inicialmente en el deal.

Lo anteriormente se condice desde la opinión de Alfredo Bullard, quien indica que la simple negociación tiene un costo, y contratar más y de forma más completa cuesta aún más. Este autor divide los costos en tres: un primer costo sería el de búsqueda, asociado al costo de identificar con quién y sobre qué contrata. Un segundo costo asociado sería el de arreglo, asociado esta vez a los que resultarían como consecuencia de un proceso de negociación y redacción de los alcances y términos del contrato. Un tercer costo asociado sería el de ejecución, supeditado a la ejecución de las garantías establecidas en el contrato que inclusive llegaría hasta los costos de los procesos judiciales y arbitrales. (Bullard, 2007)

Se tiene que buscar una fórmula de valorización de la empresa y, por ende, del valor de la operación que permita que ambas partes se encuentren en situaciones óptimas de negociación. Sin embargo, la cláusula Earn Out, podríamos decir,

compromete un poco más al vendedor, toda vez que éste ha aceptado un precio menor al que esperaba desde el inicio de la negociación, obteniendo éste un menor costo del que esperaba, y cuyo precio final dependerá del performance (desenvolvimiento) de la empresa para recibir lo que él considera la parte pendiente del precio. Es por esto que muchos compradores deciden establecer dentro de su SPA una cláusula Earn Out que, indirectamente, incentivará al vendedor a mantenerse activo incluso después del cierre del deal.

Las bondades que tiene el Earn Out, tal como lo hemos identificado, consiste en constituir un incentivo indirecto que permite comprometer al vendedor a permanecer inclusive después del cierre de la operación, ayudando de esta manera a rentabilizar el negocio y de mantener el equilibrio empresaria. Sucede que, en algunas ocasiones, cuando una empresa se transfiere a manos de otro grupo empresarial, el rendimiento de la empresa decae un poco, ya que tiene que adaptarse a la nueva titularidad, por lo que la implementación del Earn Out permitirá que el vendedor mantenga el rendimiento de la compañía durante un tiempo más prolongado, por lo que el comprador podrá beneficiarse de su manejo administrativo y de gestión durante un mayor tiempo.

Existe también un factor de equilibrio dentro de las negociaciones, toda vez que le podrá dar a las partes la posibilidad de solucionar las diferencias existentes entre las valorizaciones que cada una haya podido realizar sobre el precio del target, principalmente, cuando el vendedor considere que los activos no tiene la valorización objetiva y/o subjetiva que éste le ha dado. Adicionalmente, existe un criterio adicional, traducido en la mitigación de riesgos asociados al establecimiento del precio, ya que éste podría ser establecido de forma exagerada por el vendedor.

El factor temporal del Earn Out deberá ser redactado y acordado de acuerdo a techos y pisos temporales. Esto quiere decir que la redacción del Earn Out deberá incluir un apartado en que el vendedor se encontrará vinculado al negocio, y que luego de ello, dejará de encontrarse relacionado tanto a la operación como a la empresa vendida. Este lapso suele depender de las negociaciones arribadas entre

las partes y el manejo de maleabilidad que tengan los asesores legales y financieros dentro de todo el proceso de negociación. Este plazo suele oscilar entre 1 a 3 años, dependiendo del sector económico en el que opere, del tipo de negocio y su tamaño, así como lo que establezcan las partes desde un inicio.

Finalmente, podemos entender que las principales características o puntos a tener en cuenta dentro de la implementación de un Earn Out en un M&A en el Perú deberá tener especial cuidado en la regulación de diversos factores, entre los que destacan:

[(i)] la fórmula financiera a ser usada para la determinación objetiva del precio del target; (ii) la duración temporal del Earn Out en el contrato; (iii) los techos y pisos establecidos dentro de la negociación para jugar con el establecimiento del precio; (iv) el control o vinculación que podrían tener los vendedores incluso después de cerrar el deal; (v) los efectos de las contingencias financieras producidas en la empresa target; y, (vi) la relación del Earn Out con otras cláusulas, como por ejemplo, la cláusula MAC y Resps & Warranties (Sherman, 2010: 194-195).

#### 10.4 Las Declaraciones y Garantías en los M&A

Uno de los puntos más importantes de los M&A, tanto en el Civil Law como en el Common Law, es el relacionado a los Reps & Warranties que hemos venido indicando a medida que hemos venido desarrollando la presente tesis.

Es usual encontrar que en varios contratos de compraventa (no sólo de acciones), las partes incluyan una cláusula sobre Declaraciones y Garantías que, tanto la parte compradora como vendedora, puedan explicar, de forma detallada, todas aquellas situaciones que no son fácilmente visibles al momento de identificar y estudiar determinado caso de M&A. Así pues, dentro de las operaciones de Fusiones y Adquisiciones corporativas, la regulación de los Reps & Warranties tienen especial importancia dentro de la ingeniería contractual.

Los Reps & Warranties consisten en afirmaciones sobre diferentes elementos del vendedor que permiten trasladar y derivar los riesgos entre las partes, que inicialmente son atribuidas al vendedor, y que también puede atribuírsele a la parte compradora. Esta cláusula permite, inicialmente, brindar información

importante al comprador sobre la existencia de determinadas características de la empresa target, por la cual el comprador podrá ser resarcido en caso exista alguna afectación causada por la falsedad de información entregada por el comprador.

Al aplicarse y determinarse, contractualmente, los efectos de los Reps & Warranties, el vendedor tendrá especial cuidado en no afirmar la existencia de situaciones de la empresa target que no sean esencialmente ciertas. Por citar un ejemplo, en el supuesto en que se pretenda comprar una empresa, el comprador solicitará al vendedor que declare que la compañía target no tiene pasivos, deudas tributarias o laborales, o inclusive, que se encuentran vigentes todos los permisos, licencias y autorizaciones, y el vendedor no lo establece de forma clara en el contrato, resultará evidente que tales contingencias existen, por lo que el comprador pondrá especial cuidado a estos factores antes de cerrar el deal.

Aquí se hace evidente el principio de la Buena Fe contractual regulado en el sistema legal peruano; mediante el cual el vendedor deberá brindar a su contraparte toda la información que resulte necesaria y significativa para poder trasladar la propiedad del target al comprador; y cuyo incumplimiento pueda dar lugar a determinada responsabilidad contractual, toda vez que el vendedor no negociará más allá de las cualidades o características de aquellas que se declaran de forma clara y expresa en el acuerdo de Merger o en el SPA de la Acquisition. Esta cláusula permite que las partes puedan asignar, convenientemente, los riesgos asociados a la empresa target que no son vistos de manera superficial. Por estas razones, se debe enfatizar y dejar claramente señalado que los Reps & Warranties no constituyen obligaciones contractuales, sino que éstas son situaciones meramente fácticas sobre el estado de la empresa; es decir, declaraciones meramente informativas.

Esta cláusula tiene especial vinculación con la cláusula Mac, dado que se busca que la declaración sea falsa sólo en el caso en que la desviación entre lo afirmado y la realidad pueda tener la dimensión de poder afectar “sustancialmente” a la empresa target. Así pues, la redacción más usual en los contratos de compraventa de empresas contienen una cláusula similar a la que se

describe a continuación: “El vendedor declara y garantiza que la compañía se encuentra en situación de cumplimiento de todas las disposiciones legales, contables financieras y reglamentarias que le son aplicables, salvo en lo que no sea susceptible de afectarla adversamente en forma material”.

En este caso, las partes buscan, contractualmente, regular la asimetría de información propia de este tipo de negocios, toda vez que el SPA buscará mitigar los altos costos de transacción generados por la asimetría informativa, que será distribuida entre el comprador y el vendedor. Esto es evidente, ya que en esta negociación, la parte vendedora conoce mejor la situación real de la compañía target, por lo que las partes deberán tener particular cuidado en que la entrega de la información que brinda el vendedor sea suficiente para que el comprador tenga una noción clara y transparente del negocio, así como la información que brote del Due Diligence.

Corresponde ahora entender en qué consiste cada una de estas instituciones jurídicas del derecho norteamericano. Las “Representations” (llamadas en la práctica “Reps”) son aquellas declaraciones sobre una situación que motiva a una parte a tomar una determinada decisión de adquisición. En los SPA, el vendedor motiva al comprador a adquirir las acciones de acuerdo a lo que indique las declaraciones que efectúa el vendedor sobre las mismas. El elemento jurídico que tiene peso en este punto es que, en caso se determine la falsedad de alguna de las declaraciones consignadas en el SPA, le permitirá al comprador iniciar la resolución del contrato y/o solicitar algún tipo de indemnización por las afectaciones que las declaraciones hayan causado.

Por su parte, los “Warranties” constituyen afirmaciones sobre una determinada condición de la empresa target. Por medio de esta última cláusula, el vendedor garantiza la veracidad de determinado suceso o estado de la compañía target. Al igual que en caso de los Reps, la falsedad sobre la afirmación efectuada constituirá un incumplimiento a lo establecido en el contrato, siendo responsable el vendedor por los daños sobrevinientes al target y a la operación.

Trayendo a colación e importación las cláusulas de Reprs & Warranties al Perú, Rafael Boisset, considerado como un reconocido abogado en el área de Merger and Acquisitions, aclara (y define) las Declaraciones y Aseveraciones importadas del derecho corporativo norteamericano al sistema peruano (Boisset, 2015). En lo que respecta a la importación y utilización de estas cláusulas, el autor define claramente cada una de estas dos figuras. Por un lado, explica sobre las “Declaraciones” la gran utilización que tiene esta cláusula en los contratos de compraventa de acciones, cuya traducción y utilidad es más conocida bajo el término de “Representaciones”; pero clarifica la diferencia de representación que cataloga el código civil peruano en relación al otorgamiento de facultades de representación para actuación en nombre del poderdante; por lo que considera más apropiado utilizar el término “Declaración”. Muy al margen de la utilización conceptual que se le dé a esta figura, las declaraciones dentro del sistema legal peruano no tienen un efecto jurídico ni tampoco una consecuencia legal. Para el autor, una declaración puede brindar información sobre la empresa, pero al no tener una consecuencia jurídica clara, no atribuye ningún tipo de riesgos, por lo que no reduciría los indeseados costos de transacción.

Por otro lado, en lo que respecta a las “aseveraciones”, también llamadas “Garantías”, el autor hace una importante precisión, ya que para el sistema civilista peruano, las garantías tienen un tratamiento particular por el cual las partes convienen en asegurar la prestación de determinada obligación con un bien que garantice su prestación o ejecutabilidad. Así como sucede con las declaraciones dentro de las negociaciones, las aseveraciones tampoco tienen su correlato dentro de la regulación civil peruana. Tal como indica Boisset, las aseveraciones podrían asimilarse a lo que nuestra regulación cataloga como una obligación contractual cuya ejecución deberá ser establecida en el contrato, así como sus efectos y consecuencias jurídicas.

Puede adelantarse que, al ser importadas directamente por la regulación del Common Law, bajo el sistema jurídico peruano, dado que estas cláusulas no se encuentran reguladas, su incorporación dentro de un SPA no le agrega ni quita valor a la operación en cuanto a ejecutabilidad respecta; sin embargo, su

implementación dentro de este tipo de contratos tiene una utilidad muy importante, dado que permite poder asignar riesgos de forma eficiente, por lo que las declaraciones y aseveraciones solo tendrán valor legal en la medida que la cláusula y el contrato puedan darle una consecuencia jurídica en caso se incumpla. Por ello, la simple indicación de aseveraciones y declaraciones dentro de los M&A en Perú no tienen una regulación expresamente consignada en la normativa y, evidentemente, una consecuencia legal, se deberá incorporar explícitamente a fin de determinar cuáles serán las consecuencias ante su incumplimiento.

#### 10.4.1 Finalidad de la inclusión de las Declaraciones y Garantías en los Contratos

Como ya se ha venido adelantando, la inclusión de cláusulas de Reps & Warranties responden, principalmente dentro de la experiencia contractual y corporativa peruana, en que estas cláusulas son meramente enunciativas y en las que existen compromisos de por medio. Esto quiere decir que la incorporación de una cláusula de Reps & Warranties garantizará que la asimetría informativa se reduzca, al menos por el grado de exposición en el que podría encontrarse el comprador.

De esta manera, las Declaraciones y Garantías deberán gozar de cierta estructura y características que le permitan poder tener funcionalidad dentro del sistema jurídico peruano, por lo que se procederá a indicar cuáles son los principales rasgos asociados a los Reps & Warranties dentro de la experiencia jurídica peruana.

##### 10.4.1.1 Contenido

Los Reps & Warranties se encuadran dentro de dos grandes rubros, el primero de ellos relacionado con las circunstancias referidas con el propio comprador o vendedor. El otro rubro se encuentra relacionado a la enajenación de las acciones y a la compañía target.

Las Reps & Warranties son afectadas, en su mayoría, por los vendedores y, en algunos casos, por la misma empresa target. El contenido de las Reps & Warranties suele incluirse en anexos que son denominados por el derecho corporativo anglosajón como “Disclosure Schedules”. Al hacerse esta precisión y brindar la información al comprador, el vendedor se encontrara en una situación más favorable, evitando responsabilizarse por la falsedad o ambigüedad de materializarse alguna de las contingencias declaradas. Empero, al revelar la posibilidad de materialización de la contingencia, el comprador se encontrará en una mejor situación para poder determinar (conveniente y diligentemente) el valor real de la empresa, lo que podría afectar el precio de la transferencia.

#### 10.4.1.2 Inexistencia de Garantías Implícitas

Dentro de este tipo de negociaciones, las partes suelen establecer dentro del contrato los únicos supuestos sobre las que se hará responsable el vendedor. Lo que buscan las partes es que las únicas situaciones sobre las cuales el vendedor se hará responsable son las que se declaran expresamente en el contrato, evitando abrir la posibilidad de responsabilidad por garantías implícitas.

De acuerdo a lo antes indicado, es recomendable que para evitar contingencias, las partes redacten una cláusula contractual que establezca la posibilidad y voluntad de éstas es que las únicas características y cualidades de la empresa target son las que se indican de forma expresa en el contrato.

#### 10.4.1.3 Venta sin garantías

Mediante la ventas y garantías, el vendedor se encuentra más propenso a a recibir un menor precio por la compañía vendida, en la medida en que se reduzcan sus declaraciones y garantías, limitando de esta manera su responsabilidad a un escenario más restringido. El derecho corporativo norteamericano suele llamar a esta operación de M&A como una compraventa “*as is*”, lo que en el sistema peruano se conoce como “*como está y donde está*”. Esta modalidad de ventas sin garantías es más usual cuando el vendedor tiene un

mayor grado de negociación y poder, por lo que vende la empresa en las condiciones en las que se encuentra.

#### 10.4.1.4 Obligación de saneamiento

Tal como sucede en el caso peruano, dado que en la transferencia de las acciones tiene como objetivo el traspaso de la titularidad de la compañía target, se hará evidente la materialización de las obligaciones de saneamiento por vicios ocultos, teniendo en cuenta el estado de la empresa en sí misma.

Existe una relación muy íntima entre los Reps & Warranties y lo señalado en el artículo 1505 del código civil peruano que estipula la necesidad del saneamiento cuando el bien carezca de las cualidades prometidas por el transferente, en este caso los Reps & Warranties fungirían como cualidades prometidas por el transferente.

Ahora bien, en el entendido que el artículo 1489 del código civil peruano faculta a las partes a ampliar, restringir o suprimir la obligación de saneamiento limitado a lo dispuesto en el artículo 1528 del referido cuerpo normativo, el cual estipula un plazo de caducidad de tres meses para que las acciones, tanto estimatoria como redhibitoria resulta siendo totalmente insuficiente para constatar los alcances de la responsabilidad por la falsedad de los Reps & Warranties sobre una determinada empresa. En ese sentido debería incluirse en el contrato compraventa un apartado que permita a las partes poder aplicar el saneamiento por falta de cualidades prometidas y su relación con los Reps & Warranties indicados en el SPA, a fin de evitar la restricción de plazos cortos.

#### 10.4.1.5 Regulación de la temporalidad

Respecto a las operaciones de M&A, el vendedor declara y garantiza que la situación de la compañía target es la misma tanto a la firma del contrato, como la entrega de la misma al comprador, incluyendo la posibilidad de que en el mismo apartado contractual, el vendedor declare y garantice la veracidad de los hechos al

momento de la firma del SPA y en la fecha de cierre. La práctica corporativa norteamericana suele regular la temporalidad de los Reps & Warranties dentro de estos contratos mediante la especificación de que el vendedor entregará al comprador un certificado señalando las declaraciones y garantías al momento de la fecha de cierre, documento que se le conoce como “bring down certificate”.

De lo antes dicho, se puede inferir que el vendedor no tendría la obligación de responder por los daños generados o las pérdidas que sufra la empresa posterior a la fecha de cierre y que no sean consecuencia de una disyuntiva entre la compañía target y las declaraciones efectuadas por el vendedor al momento de cierre de la operación.

#### 10.5 El Sandbagging y Antisandbagging

Estas dos figuras tienen su correlato en el sistema legal-casuístico. El sistema norteamericano tiene, en gran medida, ejemplos bastante “literales” y “gráficos” cuando se trata de definir o hacer alusión a una determinada institución o concepto jurídico. Sergio Amiel, un abogado corporativo peruano con estudios de Derecho en la Universidad de Harvard hace una ejemplificación bastante gráfica de lo que el sistema anglosajón entiende por Sandbagging y Antisandbagging.

Este autor cita un ejemplo bastante gráfico en el mundo del deporte, el cual es el golf. El Sandbagger es quien pretende demostrar que es un mal jugador de golf para poder obtener una ventaja competitiva frente a su oponente; de esta manera, al dar una impresión no necesariamente cierta, el Sandbagger podrá obtener el beneficio de un mejor hándicap, que le permitirá contar con una mayor cantidad de shoots (golpes) aumentando la probabilidad de que pueda ganar la competencia.

Trasladando este concepto al derecho corporativo, específicamente a un contexto de compraventa de acciones, podría materializarse estos ejemplos cuando el comprador tenga conocimiento que las Reps & Warranties son falsas y/o inexactas; y que inclusive procede con la firma del SPA, con la intención

(evidentemente dolosa) de ir en contra del vendedor y perjudicarlo, para obtener una ventaja económica o de otra índole.

La contracara de la moneda al Sandbagging es la cláusula antisandbagging, la cual protege y establece que el comprador no podrá recuperar algún monto o beneficio por ningún incumplimiento sobre los cuales tenía conocimiento. Podrían, probablemente, estas figuras, ser un tanto confusas, pero la intención directa que ellas tienen es que se pueda proteger la intencionalidad (dolo) de querer afectar a alguna de las partes dentro de una negociación de SPA.

Es muy común que aumenten las transacciones de ventas corporativas en la cual los vendedores que tengan la intención que el comprador no le pueda reclamar la falta de diligencia o, inclusive, a falsedad de los Reps & Warranties, si es que se ha podido determinar que el comprador tenía previo conocimiento de la falsedad o incorrecta interpretación de la información contenida en el MAC.

Ahora, en caso que el comprador acepte la inclusión de una cláusula antisandbagging, éste deberá limitar el conocimiento a lo que efectivamente conoce el comprador y no el conocimiento razonable que éste pueda tener. Adicionalmente a ello, también deberá limitarse el conocimiento del vendedor a un grupo restringido de éste. Otro tema a considerar será que el vendedor tendrá la carga de la prueba al tener que demostrar que el comprador sí tenía conocimiento. Finalmente, en el supuesto en que se pretenda relacionar el conocimiento a la información entregada, se regule que esta información sea listada y que la contingencia se desprenda de forma directa a los documentos clara y objetivamente, de tal manera que exista una revelación completa con el objeto de que el comprador pueda entender como la información revelada pueda perjudicar los Reps & Warranties.

Un importante caso que trae a colación Amiel es el que se ventiló en la Corte de Apelaciones de los Estados Unidos del segundo circuito, en el caso Ziff-Davis; señalándose en la resolución lo siguiente: “cuando un comprador cierra un contrato con pleno conocimiento y aceptación que los hechos revelados por el

vendedor constituyen una violación en las declaraciones y garantías bajo los términos del contrato, el comprador deberá estar impedido de luego argumentar el incumplimiento. En dicha situación, salvo que el comprador haya expresamente reservado sus derecho bajo las declaraciones y garantías, consideramos que el comprador dio una dispensa respecto al incumplimiento” (Amiel, 2015: 140)

#### 10.6 Incumplimiento, falsedad o inexactitud de las garantías

Como es bien sabido, los conflictos intersubjetivos de intereses relacionados con las Declaraciones y Garantías brindadas por el vendedor en el marco de una operación se generan como consecuencia de algún incumplimiento, falsedad o inexactitud de éstas, las cuales, adicionalmente, deben provocar algún daño directo o indirecto (a través de la compañía objetivo) al comprador.

Al respecto, debido a su relevancia práctica, es adecuado tener en consideración lo señalado por Rebaza y Ochoa respecto a que existen algunas declaraciones y garantías que en atención a su naturaleza son objeto de debate y controversia entre las partes frecuentemente (Rebaza y Ochoa, 2015). Dichas declaraciones y garantías se encuentran relacionadas con los estados financieros, los pasivos ocultos, temas tributarios y laborales, licencias y autorizaciones, y consentimiento y aprobaciones. Cabe precisar que en el caso de declaraciones y garantías vinculadas a estados financieros, la discusión se desarrolla a nivel contable, para lo cual siempre será necesario tener en consideración las normas que resulten aplicables.

Sobre ello, se debe precisar que lo esencial y relevante sobre las Declaraciones y Garantías respecta se encuentra en poder determinar dos principales elementos. El primero de ellos, aunque resulte redundante, trata acerca de poder establecer si efectivamente se ha producido la vulneración de alguna declaración o garantía, o si la misma es falsa o inexacta; mientras que el segundo de ello, está relacionado con determinar si, como consecuencia del incumplimiento, falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías del vendedor se ha generado algún daño al comprador.

Sobre el primer aspecto, Rebaza y Ochoa señalan que para poder determinar si efectivamente se ha producido la vulneración de alguna declaración o garantía, o si la misma es falsa o inexacta; deberá considerarse la temporalidad del acto o hecho invocado como causal de incumplimiento, falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías, pues este debe ser previo a la fecha de otorgamiento de las mismas (Rebaza y Ochoa, 2015).

Asimismo, se debe tener en consideración la extensión de las declaraciones y garantías, así como los anexos de revelación y las implicancias que tiene el conocimiento del comprador respecto del acto o hecho invocado como causal de incumplimiento, falsedad o inexactitud, pues ello podría constituir una causal de exoneración de responsabilidad en favor del vendedor.

Respecto al segundo aspecto, los referidos autores señalan que el incumplimiento, falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías que no generen un daño, no resultan relevantes, desde el punto de vista contractual, para efectos de obtener una indemnización (Rebaza y Ochoa, 2015).

En ese sentido, se puede apreciar que es relevante el poder establecer que se entiende como daño y si este se ha generado. Para ello, será necesario recurrir a lo establecido en los términos de cada uno de los contratos, pues estos suelen regular e incluir el detalle de aquellos aspectos que se consideran como daño, los cuales abarcaran muy posiblemente a toda pérdida, costo, pasivo, penalidad, multa, gasto, honorarios legales, etc.

#### 10.7 Existencia y acreditación del daño

Conforme a lo señalado previamente, la obligación de indemnizar, esto es la de remediar, reparar o compensar algún daño, dependerá de lo establecido por las partes en el contrato, así como de la legislación aplicable al mismo.

En ese sentido, respecto a la regulación contractual, se puede señalar que si bien es posible se generen daños como consecuencia del incumplimiento,

falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías, puede ser que el mismo no sea indemnizable de conformidad a lo acordado por las partes en atención a su autonomía privada.

Conforme a lo señalado por Rebaza y Ochoa, uno de los aspectos considerados en una negociación a fin de determinar si se evidencia la existencia de un daño indemnizable, es la propia cuantía del daño. Al respecto, refieren que las partes pueden acordar que para que un daño sea indemnizable, el monto del mismo deberá ser igual o mayor, de forma individual o conjunta, a un determinado monto (Rebaza y Ochoa, 2015).

Asimismo, los referidos autores refieren que para determinar si se trata de un daño indemnizable es necesario verificar que la obligación de indemnizar se encuentra vigente. Al respecto agregan que en la práctica, el vendedor siempre buscará establecer plazos cortos, mientras que el comprador buscará la regulación de plazos más largos.

#### 10.8 La Libertad contractual y estipulación de remedios alternativos

En los contratos de compraventa de empresas desarrollados bajo el sistema del Common Law, los contratantes tienen la capacidad de asignar libremente los riesgos inherentes a dicha operación según sus intereses, de forma tal que no se generen incertidumbres. Sin embargo, ello no sucede en las operaciones realizadas bajo el sistema del Civil Law, debido a la existencia de normas imperativas que determinan límites a la autonomía de las partes para dotar de contenido a los contratos; lo cual, aunado al principio general de la buena fe, introducen supuestos y consecuencias no necesariamente previstos y queridos por las partes.

Bajo esa lógica, en el sistema anglosajón se considera que el contrato constituye un elemento suficiente para regular las relaciones entre las partes. Al respecto, Payet refiere que nociones tales como la buena fe y la negociación

equitativa no son necesarias para integrar la relaciones contractuales establecidas entre las partes, más aun cuando estas nociones se consideran indeseables porque incorpora elementos de discreción e incertidumbre que no son aceptables en los negocios (Payet, 2015).

Desde la acera de en frente, el derecho contractual del sistema romano germánico busca asegurar que se alcance la justicia en cada caso específico, por lo que el contrato por sí solo no es suficiente, y debe interpretarse a la luz de la razonabilidad, buena fe y negociación equitativa, a fin de evitar soluciones injustas (Payet, 2015).

Al respecto se puede señalar que el Código Civil regula en el Libro de Contratos y en el Libro de Acto Jurídico el principio de la buena fe, el cual deberá considerarse antes, durante y después de la celebración del contrato, así como también deberá considerarse dentro de la interpretación de los actos jurídicos en general y de los contratos en general.

En relación con el principio de la buena fe, podría considerarse que es una verdad indiscutible que la incorporación de dicha regulación distorsiona las obligaciones a cargo de las contrapartes al punto tal que podría llegar a afectar la común intención de las partes celebrantes.

Sobre el particular, Payet señala que la diferencia entre ambos sistemas jurídicos no desacredita la utilización del modelo contractual anglosajón en la compraventa de empresas en beneficio de la regulación recogida al respecto en el Código Civil, pues dicha diferencia, lo único que genera, es que las partes intervinientes deban de ser un poco más cuidadosas y no pierdan de vista el diferente marco normativo (Payet, 2015).

10.9 La Special Indemnity: limitaciones temporales y de montos dentro de los contratos

En lo que respecta al Special Indemnity, Sergio Amiel refiere que existen dos tipos o clases de regímenes de indemnizaciones, uno general y otro específico (Special Indemnity) (Amiel, 2015). El primero ocurre cuando el vendedor acuerda indemnizar a su contraparte por el incumplimiento, la falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías, mientras que el segundo ocurre cuando el vendedor y comprador establecen reglas específicas en virtud del cual vendedor y comprador acuerdan supuestos de indemnización particulares respecto a riesgos previamente identificados.

En esta parte del trabajo, se analizarán únicamente aquellos supuestos particulares de indemnización, es decir a las Special Indemnity. Sobre estas, corresponde aclarar que en atención a estas cláusulas, el vendedor puede obligarse a indemnizar al comprador por los daños y perjuicios generados, sin importar la existencia de un incumplimiento o falsedad de las declaraciones y garantías. Ello inclusive en los supuestos cuando el vendedor hubiera revelado las contingencias.

Respecto a las Special Indemnity, cabe precisar que pueden establecerse limitaciones tales como el objeto de la indemnización, el periodo de reclamación, limitaciones por reclamos menores, los deducibles y montos límites, el monto máximo indemnizable y los tipos de daños indemnizables. A continuación, se abordará brevemente el tratamiento de cada uno de ellos:

- Objeto de indemnización: “A fin de evitar discusiones sobre cómo o respecto de quien se configura un supuesto indemnizable, es conveniente establecer qué es considerado como un daño indemnizable” (Amiel, 2015: 128).
- Período de reclamación: Está relacionado con el plazo de vigencia dentro del cual el comprador puede solicitar una indemnización y el vendedor se encuentra obligado a indemnizar al comprador por la falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías otorgadas.
- Límites por reclamos menores (montos de minimis): “El objeto de incluir una limitación por reclamos menores es evitar que el comprador

presente reclamos por montos que no justifican el inicio de un procedimiento de reclamación dada su cuantía (Amiel, 2015: 130).

- Deducibles (deductibles) y montos límites (threshold): Al respecto, Amiel refiere que en ciertas ocasiones la posibilidad de recuperar una indemnización está sujeta a un deducible, a un monto límite o a una combinación de ambas. Un deducible es un monto de daños que el comprador no podrá recuperar del vendedor, mientras que un monto límite constituye un umbral inicial para efectos de que el comprador pueda presentar un reclamo.
- Monto máximo indemnizable: “Es frecuente que el comprador y vendedor negocien que la obligación de indemnización del vendedor esté sujeta a un monto máximo indemnizable”, ello implica que el comprador no podrá recurrir más allá que el monto máximo preestablecido por ambas partes.
- Tipo de daños indemnizables: En este extremo, las partes deberán determinar qué tipos de daños son los que indemnizarán; si son daños directos o también indirectos, con las consecuencias directas e indirectas que trae consigo. Al respecto, “de no pactarse una definición de daños, las partes tendrán derecho a recuperar aquellos daños que sean aplicables conforme al Código Civil” (Amiel, 2015: 133).

#### 10.10 Necesidad de fijación de un procedimiento de reclamación

Al respecto, Amiel precisa que es recomendable que se establezcan un régimen que permita tramitar adecuadamente los reclamos presentados por el comprador en atención a las indemnizaciones que pudiera solicitarle al vendedor (Amiel, 2015). En relación a este régimen, existen una serie de temas que deben ser tomados en consideración a fin de no generar mayores costos a las partes contratantes, siendo uno de ellos el establecimiento de una clasificación de “tipos de reclamaciones”.

Sobre el particular, dependiendo de la persona que presenta el reclamos las reclamaciones pueden clasificarse en aquellas que son interpuestas directamente

por el comprador sobre la base del incumplimiento de una obligación y/o de las declaraciones y garantías del vendedor o aquellas que pueden ser interpuestas por terceros sobre los que el comprador considera debe ser indemnizado, por lo que corre traslado al vendedor.

#### 10.10.1 Reclamación del comprador

En relación a este extremo corresponde señalar que las partes suelen establecer los requisitos de validez que las notificaciones de reclamación deben contener. Asimismo se establece plazos para cada una de las actuaciones que se llevarán a cabo dentro del proceso de reclamación, siendo una de ellas el plazo de atención del reclamo, esto es el plazo para que el vendedor manifieste su aceptación u oposición, así como el sentido que se le deberá otorgar a determinadas conductas tales como el silencio de una de las partes.

Otro aspecto regulado es el relativo a los mecanismos de solución de conflictos en caso la autodeterminación no funcione, tales como convenios arbitrales, los mismos que son explicados brevemente en la presente tesis.

#### 10.10.2 Reclamación de terceros

En este caso, será un tercero quien presentará un reclamo contra la parte adquirente y la cual podría ser materia de indemnización por el vendedor. Ante ello, el comprador (directamente o a través de otra empresa) informará al vendedor, dentro de un plazo previamente establecido respecto a su reclamación. Luego de ello, el procedimiento por parte del vendedor será bastante similar al mencionado en el punto anterior.

Este suele ser un problema recurrente en este tipo de reclamos, toda vez que el comprador también puede defenderse, es quien lleva la administración del proceso contra el tercero, si el vendedor o el comprador. Al respecto, podría considerarse que ello debe ser previamente establecido en el contrato de compraventa empresarial a fin de evitar conflictos innecesarios.

## 10.11 Limitaciones de responsabilidad de las partes negociantes

Definitivamente las obligaciones de indemnizar por parte del deudor y los límites a su responsabilidad, constituyen aspectos álgidos en la negociación de los contratos, pues a través de la regulación de los supuestos de responsabilidad, las partes asignan los diversos riesgos inherentes a la operación.

Ello se debe a que a través de dicha regulación contractual, esta cláusula se convierte en una pieza fundamental, al punto tal que podría volver ilusoria la protección que el comprador busca a través de la cláusula de declaraciones y garantías (Payet, 2015).

Si bien no existe un conjunto estándar de cláusulas indemnizatorias, sí existe un conjunto estándar de tópicos que deben ser tratados, los cuales tratan respecta de falsedad de las declaraciones y garantías del vendedor, incumplimiento por parte del vendedor de cualquiera de sus obligaciones previstas en el contrato, la obligación del vendedor de indemnizar al comprador por ciertos daños que no deriven del incumplimiento o la falsedad de las declaraciones y garantías.

Cabe señalar que normalmente las indemnizaciones comprenden el 100% de las pérdidas o daños sufridos en este tipo de deals; sin embargo, las partes en atención a su autonomía privada pueden establecer algunos límites a dicha responsabilidad, los cuales procederemos a analizar en los siguientes numerales.

Sin perjuicio de lo antes señalado, resulta conveniente pertinente hacer mención de los supuestos de hecho en los cuales las limitaciones a la responsabilidad del vendedor no serán aplicables. Al respecto, se puede señalar que estos supuestos pueden tener un carácter convencional y legal.

Tendrán naturaleza convencional aquellas que sean acordadas por las partes, siendo el supuesto regulado mayoritariamente por los contratantes es el dolo. Es así que en caso que la falsedad de una representación del vendedor haya sido dolosa, entonces no serán de aplicación los límites.

Tendrán naturaleza legal aquellas establecidas por el ordenamiento jurídico. Al respecto, Payet aclara que si bien las partes no hubieran pactado la inaplicación de limitaciones a la responsabilidad por dolo del vendedor, el principio de la buena fe haría inexigible tal limitación (Payet, 2015). Sobre ello, cabe precisar que el artículo 1328 del Código Civil establece que es nula toda estipulación que excluya o limite la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable del deudor.

#### 10.11.1 Límite temporal

En relación con este punto, Payet señala que los límites temporales de responsabilidad, constituyen una especie de regulación convencional de la prescripción, conforme a la cual, el comprador debe notificar el reclamo que tenga dentro de un plazo determinado contado generalmente desde el cierre de la operación, a fin de hacer efectiva la responsabilidad del vendedor.

En atención a lo expuesto se puede indicar que, transcurrido el plazo establecido en el contrato para efectuar las reclamaciones correspondientes, el comprador no podrá accionar contra el vendedor por la indemnización derivada de la responsabilidad relativa a la falsedad de declaraciones y garantías otorgadas por este último.

#### 10.11.2 Límite respecto al monto

Conforme se ha señalado previamente, mediante los límites cuantitativos se busca establecer un mecanismo en atención al cual sólo serán indemnizables aquellas pérdidas que superen un importe previamente determinado, según los términos del contrato. Asimismo, los contratos también suelen establecer límites a los importes de las indemnizaciones que deberán ser pagados por el vendedor.

Como se ha podido apreciar, el establecimiento del precio es un factor trascendental en las operaciones de toma de control empresarial (Merger and Acquisition), el cual si bien puede diferirse en el tiempo, debe ser determinado o determinable por las partes intervinientes.

En ese mismo sentido, conforme se ha señalado, la cláusula Earn Out es un facilitador para el cierre del negocio pues permite diferir en el tiempo la necesidad de establecer el precio total de la operación. Asimismo, la Earn Out es una cláusula que incentiva al vendedor a permanecer en la compañía incluso después del cierre, ayudando a rentabilizar el negocio, pues ha aceptado un precio menor al que esperaba inicialmente por la operación.

De otro lado, hay que tener presente, como se ha precisado previamente, que las declaraciones y garantías no constituyen obligaciones contractuales, sino meras afirmaciones fácticas (información) sobre el estado o calidad de la compañía target a favor del comprador, las cuales solo tendrán implicancias jurídicas en tanto en el contrato se hubiera acordado que el incumplimiento, la falsedad o la inexactitud de las mismas genera alguna consecuencia jurídica.

## CAPÍTULO XI. APLICABILIDAD DE LA REGULACIÓN CIVIL PERUANA Y SUS SEMEJANZAS CON LAS CLÁUSULAS NORTEAMERICANAS

### 11.1 Acuerdos pre contractuales vinculantes

Por diversas situaciones que se presentan en la realidad, las partes de un contrato no pueden o no quieren celebrar el mismo en un momento determinado; sin embargo, puede ser que ellas requieran, en ese preciso momento, asegurar la celebración futura del referido negocio jurídico. Es en atención a dicho interés que se desarrolla en los ordenamientos jurídicos que abrazan la doctrina del civil law, los denominados acuerdos preliminares y los acuerdos preparatorios.

Según lo señalado por Torres, existe una distinción entre los “contratos preliminares” y los “contratos preparatorios”. Al respecto, los “contratos preliminares”<sup>12</sup>, tales como el compromiso de contratar y el contrato de opción, sientan las bases y lineamientos de un contrato futuro determinado, obligándose las partes a prestar su consentimiento ulterior para que el contrato definitivo se perfeccione; mientras que los “contratos preparatorios”, tales como los contratos reglamentarios y los normativos, se realizan previendo y sentando las bases que servirán de marco para la probable celebración de una serie de contratos futuros, pero sin que las partes estén obligadas a su celebración. Sin embargo, recalca Torres, en el ordenamiento jurídico nacional no se hace distinción entre los “contratos preliminares” y los “contratos preparatorios”, utilizando dichas expresiones como sinónimos (Torres, 2012).

Es así que el ordenamiento civil peruano regula a los contratos de compromiso de contratar y a los contratos de opción, artículos 1414 al 1425 del Código Civil, bajo la denominación de “contratos preparatorios”, a pesar que doctrinariamente pertenecen a la familia de los “contratos preliminares”

---

<sup>12</sup> De conformidad con lo señalado por Torres, Roppo refiere que “el contrato preliminar es el contrato que obliga a las partes a celebrar en un futuro un determinado contrato (contrato definitivo)” (Roppo, 2009: 603).

Sobre los contratos de compromiso de contratar y a los contratos de opción, la única obligación que se crea es la obligación de cooperar para la conclusión de un contrato futuro (contrato definitivo), que las partes por el momento, debido a obstáculos de hecho o de derecho no pueden o no quieren concluir (Torres, 2012).

Respecto a ello, señala Roppo, “el dato esencial de la figura es que ella realiza un desfase de los efectos contractuales: primero los efectos (obligatorios) del contrato preliminar<sup>13</sup>, y sólo después los efectos (eventualmente reales) del contrato definitivo” (Roppo, 2009: 603).

En atención a lo expuesto, se puede colegir que la obligación de contratar es la única que se crea con los contratos preparatorios, los cuales son definidos como todos aquellos tratos preliminares que las partes realizan con el fin de elaborar, discutir y concertar, posteriormente, el contrato definitivo. Debido a ello es correcto señalar que los contratos preparatorios o preliminares tienen una naturaleza instrumental y provisional, respecto al interés de las partes de celebrar el contrato definitivo.

Es conveniente indicar, en sintonía con el párrafo anterior, lo siguiente:

*[E]l contrato preliminar para que sea válido y eficaz requiere de todos los elementos esenciales y requisitos de validez comunes a todo contrato, como son consentimiento, capacidad de las partes, objeto posible, lícito y determinado, fin lícito, y si para el contrato definitivo la ley establece que se debe observar una forma determinada bajo pena de nulidad, el contrato preliminar también se debe celebrar observando la misma solemnidad (Torres, 2012: 608).*

Asimismo, y en atención a su naturaleza instrumental, un contrato preparatorio cumple su objetivo cuando llega a celebrarse el contrato definitivo, el cual no opera retroactivamente, sino que tiene eficacia (surte efectos) a partir de su celebración en adelante, pues tanto el contrato preparatorio como el contrato definitivo, son contratos autónomos con sustancia propia.

---

13 Si bien en atención a lo detallado por la doctrina Roppo hace referencia a “contratos preliminares”, conforme a lo señalado previamente, nuestro Código Civil no hace distinción entre “contratos preliminares” y “contratos preparatorios”, optando por regular al compromiso de contratar y al contrato de opción bajo la denominación de “contratos preparatorios”.

Conforme se ha señalado previamente, el ordenamiento jurídico nacional recoge en los artículos 1414 al 1425 del Código Civil a los “contratos preliminares” de compromiso de contratar y de opción, bajo la denominación de “contratos preparatorios”, los cuales procederemos a desarrollar.

#### 11.1.1 Contrato de Compromiso de Contratar

El contrato de compromiso de contratar es una modalidad de los contratos preparatorios regulados en el Código Civil peruano. Conforme al artículo 1414 de dicho cuerpo normativo, el compromiso de contratar<sup>14</sup> es el contrato en atención al cual las partes se obligan a celebrar un contrato definitivo en el futuro.

En ese sentido se puede señalar que cuando se hace alusión al compromiso de contratar, uno se encuentra ante una obligación de hacer, en atención a la cual las partes se obligan recíprocamente a celebrar en un futuro un contrato definitivo.

Al respecto, Osterling y Castillo, señalan que el objeto del Contrato de Compromiso de contratar constituye una obligación de hacer, la cual consiste en la obligación de celebrar posteriormente un contrato definitivo (Osterling y Castillo, 2014).

Si bien el compromiso de contratar en su calidad de contrato preparatorio no constituye un contrato definitivo, ello no enerva la necesidad de que como en todo contrato confluyan en él elementos esenciales, sin los cuales este último no tendría validez. Al respecto el artículo 1415 del Código Civil peruano establece que el compromiso de contratar debe contener por lo menos los elementos esenciales del contrato definitivo.

Asimismo, la regulación nacional otorga a las partes la facultad de poder determinar de manera autónoma el plazo durante el cual se suspenderá la celebración del contrato definitivo. Es así que el artículo 1416 del el Código Civil

---

<sup>14</sup> Dicho contrato es denominado también “contrato de promesa, pre-contrato, antecontrato, contrato de primer grado, pactum de contrahendo, o pactum de ineundo contractu” (Torres, 2012: 612).

señala que el plazo del compromiso de contratar puede ser determinado o determinable por la partes y que ante la falta de acuerdo se entenderá que el plazo acordado es de un año. Sin perjuicio de ello, cabe acotar que si las partes, a pesar de haber fijado un plazo (determinado o determinable), quisieran postergar su intención de celebrar el contrato definitivo, el artículo 1417 del Código Civil contempla la posibilidad de otorgándoles la prerrogativa de renovar el compromiso de contratar de manera sucesiva, debiendo tener en consideración que cada renovación no podrá exceder del plazo inicialmente acordado, conforme al artículo 1416.

En relación a la posibilidad de incumplimiento de una de las partes, ya sea porque no tiene la intención de concretar la operación o considera que no se encuentra legalmente obligada por no tratarse de un contrato definitivo, cabe precisar que, tan igual que con cualquier otro contrato, la parte afectada se encuentra facultada a exigir el cumplimiento del contrato preparatorio, es decir la celebración del contrato definitivo, o resolver el contrato preparatorio, pudiendo en ambos escenarios solicitar una indemnización por los daños y perjuicios que le hubieran ocasionado por la inejecución de su obligación.

#### 11.1.2 Contrato de Opción

El contrato de opción, es una modalidad de los contratos preparatorios regulados en el Código Civil peruano. De conformidad con el artículo 1419 de dicho cuerpo normativo, el contrato de opción es aquel contrato a través del cual una de las partes tiene el derecho (opción) exclusivo de celebrar o no celebrar el contrato definitivo, debido a que su contraparte ha prestado por adelantado su declaración de celebrar en el futuro dicho contrato definitivo.

En ese sentido podemos señalar que cuando se refiere a un contrato de opción se encuentra ante una modalidad de los contratos preparatorios, mediante la cual una de las partes (denominada optante) tiene la prerrogativa de perfeccionar la relación contractual final (contrato definitivo), mediante su sola declaración de

voluntad, en atención a que la contraparte (denominada opcionista) ha sometido previamente su esfera jurídica.

Con relación a los requisitos formales de validez de este tipo contractual, podemos señalar que el artículo 1422 del Código Civil establece, adicionalmente a los requisitos que deben contener todos los actos jurídicos, que el contrato de opción debe guardar las mismas formalidades que la ley establece para el contrato definitivo y contener íntegramente las estipulaciones que regirán la relación obligatoria que emerja de dicho contrato definitivo.

Asimismo, la regulación nacional otorga a las partes la facultad de poder determinar de manera autónoma el plazo durante el cual se suspenderá la celebración del contrato definitivo. Es así que el artículo 1423 del el Código Civil señala que el plazo del contrato de opción puede ser determinado o determinable por la partes y que ante la falta de acuerdo se entenderá que el plazo acordado es de un año. Sin perjuicio de ello, cabe acotar que si las partes, a pesar de haber fijado un plazo (determinado o determinable), quisieran postergar su intención de celebrar el contrato definitivo, el artículo 1424 del Código Civil contempla la posibilidad de otorgándoles la prerrogativa de renovar el contrato de opción de manera sucesiva, debiendo tener en consideración que cada renovación no podrá exceder del plazo inicialmente acordado, conforme al artículo 1423.

## 11.2 Aplicabilidad de la buena fe contractual

La buena fe es un principio general del derecho la cual rige todo acto jurídico en general y todo contrato en particular pues constituye una de las bases de los ordenamientos pertenecientes a los sistemas jurídica del Civil Law.

La buena fe está relacionada con una actuación pensando en el compañero contractual, respetando sus intereses, sus expectativas razonables, sus derechos, obrando con lealtad, responsabilidad, probidad y transparencia, sin abusos, sin obstrucciones, sin causar lesión o desventaja excesiva, cooperando para lograr un

buen resultado de la negociación, realizando los intereses de ambas partes (Torres, 2012).

Según lo señalado en el artículo 1362 del Código Civil, los contratos deben negociarse, celebrarse y ejecutarse según las reglas de la buena fe, por lo que podemos señalar que la buena fe constituye un deber de conducta que los contratantes deben mantener antes, durante y después de la celebración del contrato.

Asimismo, el artículo 168 del Código Civil establece que todo acto jurídico debe ser interpretado de acuerdo con lo que se haya expresado en él y según el principio de la buena fe, con lo cual se establece la exigencia al intérprete de un acto jurídico en general o un contrato en particular, que parta de la presunción que las partes, al llegar a un acuerdo, se han comportado conforme a los criterios de corrección y lealtad.

Si bien de la interpretación conjunta de ambas normas se puede establecer que los contratos se negocian, celebran, interpretan y ejecutan de buena fe, cabe precisar que según la doctrina especializada, la buena fe tiene un doble significado: subjetivo y objetivo. Mientras la buena fe subjetiva es la convicción que tiene el sujeto de que su actuación, razonable y diligente, es conforme a Derecho; la buena fe objetiva es el deber de conducta impuesto al sujeto de acuerdo a un estándar jurídico, un prototipo de conducta social media que se aprecia de acuerdo al contexto social en el cual actúa el sujeto (Torres, 2012).

En opinión de Messineo, el cual es citado por Torres, la buena fe regulada en el artículo 1366 del Código Civil Italiano<sup>15</sup>, antecedente normativo del artículo 1362 del Código Civil Peruano, es la buena fe objetiva, es decir, la exigencia de que la declaración de voluntad contractual sea atendida de acuerdo con el criterio de reciproca lealtad de conducta entre las partes, o confianza, y no el estado

---

<sup>15</sup> Según lo señalado por Torres, el artículo 1366 del Código Civil italiano estipula que el contrato debe ser interpretado de acuerdo con la buena fe.

psíquico de ignorancia de cierta situación, que es el otro significado de buena fe (Torres, 2012).

De esa misma opinión son Súmar y Velarde, quienes señalan que la buena fe a la que se hace referencia en el artículo 1362 del Código Civil peruano tiene carácter objetivo, puesto que con ella se busca establecer un estándar de conducta (Súmar y Velarde: 2015).

Si bien en atención a la buena fe las contrapartes se obligan a actuar o no actuar de una manera determinada, los alcances de la buena fe dependerán del concepto que se le otorgue a dicho principio. Súmar y Velarde señalan que mientras “los sistemas del civil law tienden a adoptar la concepción tradicional del concepto, los sistemas del common law tienden a darle menor importancia a la buena fe en general o, en todo caso, a limitar considerablemente sus alcances” (Súmar y Velarde, 2015: 146).

En efecto, no todos los sistemas legales admiten de igual manera el principio de la buena fe, pues algunos como el nuestro lo han incluido de manera expresa y amplia (artículos 168 y 1362 del Código Civil), mientras que otros incluso llegan a rechazarlo para dar cabida a lo acordado por las partes, esto es a la seguridad jurídica.

Al respecto, Súmar y Velarde comentan que en el derecho americano el deber de buena fe no se reconoce en la etapa de la negociación puesto que puede llegar a desincentivar el inicio de las mismas y sólo se reconoce de manera general en la etapa de ejecución del contrato o Good Faith in Performance, siendo utilizado por los jueces principalmente para el reconocimiento de términos implícitos del contrato o implied terms, en situaciones no reguladas expresamente por las partes, para lo cual los jueces tomarán en cuenta las circunstancias del caso concreto y la situación del mercado, así como otros elementos para determinar qué solución se ajusta a las expectativas de las partes. (Súmar y Velarde, 2015).

### 11.3 La Causa del Contrato

Si bien se puede señalar que la causa constituye la razón que justifica el contrato, es decir el elemento que lo explica racionalmente; conviene precisar que históricamente, el principio de la causa no ha tenido siempre el mismo significado y valor.

Sobre el particular, corresponde aclarar que la problemática planteada por el principio causalista radica en saber si una mera manifestación de voluntad es suficiente para crear el compromiso legal; o, en su defecto, si es necesario que se agregue un ulterior elemento para crear el compromiso legal.

Al respecto Roppo señala que:

*[E]l Derecho Romano clásico no se plantea un problema de causa en el sentido en que se lo plantean los modernos. Para él vale el principio de que el mero pacto no genera obligación: pero “mero” significa no revestido de las formalidades o no correspondiente a los esquemas típicos a los cuales los contratos debían conformarse para obtener el reconocimiento del derecho; el elemento adicional, necesario para consentir a la voluntad contractual producir efectos legales, era precisamente su manifestación de manera formalizada y tipificada. Contra esta rígida concepción –ya en parte erosionada por el Derecho justiniano y por el Derecho común– surge el pensamiento iusnaturalista, con su espíritu de exaltación de la voluntad humana y de valorización del compromiso asumido, en cuanto tomado voluntariamente. La palabra de orden es “pacta sunt servanda”: aunque sean solo “meros” pactos en lugar de estar revestidos de formas y esquemas típicos. Como dice Grzio (Huigh de Groot, 1583-1645), 2 una promesa, aunque sea hecha sin causa, es vinculante por ley de naturaleza”: la voluntad de sumirla es suficiente para crear el vínculo jurídico; no es necesario ninguna ulterior razón –ninguna causa– para justificarlo (Roppo, 2009: 341-342).*

La devaluación de la causa generada como consecuencia del pensamiento iusnaturalista es superada posteriormente con el desarrollo del pensamiento jurídico europeo-continental. Para los grandes progenitores del Código Napoleónico, la simple voluntad de comprometerse no basta para crear el compromiso legal. A su entender, esta simple voluntad debe tener un fundamento distinto, el cual, por ejemplo, en el caso de los contratos de intercambio, es la retribución dada o prometida a quien se compromete (Roppo, 2009).

En atención a lo expuesto, podemos colegir que el principio causalista establece que la atribución de un derecho y la asunción de un deber no son admisibles si no resultan justificados por una causa, es decir por una razón que racionalmente justifique dicho accionar.

### 11.3.1 Teorías de la causa: Subjetiva y Objetivas

Roppo refiere que las teorías de la causa se dividen inicialmente entre doctrinas subjetivas y objetivas. Al respecto, agrega que las doctrinas subjetivistas identifican la causa en un dato psicológico, es decir aquel propósito, fin o motivo cultivado en su fuero interno que impulsa a la parte a prestar su consentimiento contractual; mientras que las doctrinas objetivas buscan la causa en algún elemento externo y autónomo respecto a las representaciones mentales de los contratantes (Roppo, 2009).

Al respecto, el autor italiano señala que las doctrinas que dominan el estado actual de la materia son las doctrinas objetivas, por lo cual, en la presente investigación sólo se centrará en ellas, las cuales; sin embargo, se encuentran compuestas por una diversidad de teorías que, a pesar de pertenecer a la misma familia, se confrontan y colisionan entre sí.

#### 11.3.1.1 Teorías de Causa Objetiva: Causa Abstracta y Causa Concreta

La teoría objetiva de causa abstracta define a la causa del contrato como la función económica-social que este cumple o tiene. Conforme a ello, refiere Roppo, la causa termina por aplanarse en el tipo, con la precisión de que puede tratarse de un tipo legal, si está nombrado y regulado por el legislador, o, en su defecto, de un tipo social, si, a pesar de que no exista previsión legislativa, es empleado y de hecho codificado en la praxis de los tráficos (Roppo, 2009).

En atención a lo expuesto, podría señalarse que la causa de la compraventa es el intercambio entre cosa y precio, porque conforme al artículo 1529 del Código

Civil<sup>16</sup>, lo que define el tipo contractual de la compraventa es la función de intercambiar cosa por precio.

Al respecto, señala Roppo que esta teoría ha sufrido críticas que han erosionado gran parte del crédito de la cual goza.

*[C]oncebir la causa de manera tan abstracta y tipificada tiene un primer inconveniente: si la causa es la función típica, cuando esta sea en general aprobada por el legislador que nombra y regula el correspondiente tipo contractual –venta, locación, contrata, etc.- derivaría la impensable consecuencia de que los contratos legalmente tipificados tienen siempre, por definición causa lícita; y que la posible ilicitud de la causa se refiere solo a los contratos innominados. Pero existe otro inconveniente: dejar fuera del horizonte de la causa todo lo que –en relación al particular contrato del cual concretamente se discute- excede las líneas estándar del tipo, e individualiza la específica operación perseguida, significa empobrecer y inflexibilizar la consideración del contrato, esterilizar elementos que en cambio merecen relevancia, y así impedir el más adecuado tratamiento de los supuestos de hecho (Roppo, 2009: 343).*

En la actualidad, se considera que adherirse a la causa concreta va más acorde con las exigencias de una evolucionada teoría y disciplina del contrato (Roppo, 2009). Ello implica que debe concebirse a la causa no como razón que abstractamente justifique todo contrato perteneciente al tipo (legal o social) del contrato examinado; sino como razón que concretamente justifique el particular contrato examinado, a la luz de las específicas circunstancias relevantes que lo caracterizan. Sin embargo, debe tenerse en claro que la concepción concreta de la causa no implica un retorno a la concepción subjetivista de la causa.

#### 11.3.1.2 Teoría de Causa Objetiva: Causa Dirigística-Paternalista Causa Liberal

Roppo señala que el debate doctrinario respecto a la causa se enfrenta a una dimensión ideológica cuando afronta el hecho de que la causa puede ser utilizada como un instrumento de control social de la autonomía privada (Roppo, 2009).

Al respecto, el autor precisa que el punto está en ver si el ordenamiento no sólo desaprueba los contratos con causa ilícita (contratos socialmente dañosos), sino

---

16 Código Civil. Artículo 1529.- Definición

Por la compraventa el vendedor se obliga a transferir la propiedad de un bien al comprador y este a pagar su precio en dinero.

también los contratos con causa fútil (contratos socialmente indiferentes), es decir aquellos contratos que no son útiles ni dañosos para la sociedad y que persiguen un interés individual en el límite de lo caprichoso y extravagante.

En ese sentido, para la teoría dirigística o paternalista, la causa no existe o no es aprobada por el ordenamiento si no cumple una función de utilidad social. En el caso de los contratos típicos, podría considerarse que la causa se encuentra constituida por la propia norma jurídica, la cual recoge todo aquello que la sociedad a consideró apropiado regular en atención a su utilidad. Por su parte, Roppo refiere que en el caso de los contratos innominados, se apreciará la existencia de causa sólo cuando el contrato este dirigido a concretar “intereses merecedores de tutela” según el ordenamiento jurídico, en donde “intereses merecedores de tutela” implica función social útil, es decir, aquellos que tienen una utilidad social comprobada a través de la amplia difusión en la praxis (Roppo, 2009).

Sobre el particular, es importante anotar que el hecho que un contrato deba ser rechazado por el ordenamiento jurídico debido a que, según la presente doctrina, carece de una específica utilidad social, es una idea que no sólo va en contra de la autonomía privada de las partes y la ingeniería contractual, sino que desincentiva el desarrollo, evolución e innovación en la contratación. La razón justificativa o causa del contrato no es su función económica-social típica, sino es la función o el sentido que las partes contratantes le asignen en atención a su autonomía privada, la cual, claro está, no puede ser generadora de daños socialmente no aceptados.

#### 11.4 El error en los contratos

El error es un supuesto de invalidez relativa de los actos jurídicos en general y de los contratos en particular, el cual se origina cuando existen diferencias o discordancias entre la voluntad interna del agente y la declaración que este exterioriza.

La institución del error se encuentra regulada en los artículos 201 a 209 del Código Civil peruano. Al respecto, corresponde precisar que existen varias clases de error.

Sobre ello, el error puede unilateral o bilateral. El error será unilateral cuando una sola de las partes intervinientes en el acto jurídico lo comete y bilateral cuando ambas partes intervinientes lo hacen.

Al respecto, Súmar y Velarde señalan que la doctrina distingue entre el error obstativo y el error vicio, siendo que el primero de ellos recae en la declaración y el segundo de ellos afecta la formación de la voluntad, de forma tal que en el error obstativo la voluntad del agente se forma correctamente, pero se declara incorrectamente y en el error vicio, el error recae en la formación de la voluntad la cual a pesar de ello, se declara correctamente (Súmar y Velarde, 2015).

El tratamiento legal del error en el sistema jurídico americano es parcialmente diferente al peruano, señalan Súmar y Velarde, puesto que si bien el error (unilateral o bilateral) constituye causa de anulación del contrato, se requiere de manera adicional para que la acción de anulación proceda que el error tenga efecto material en las prestaciones intercambiadas<sup>17</sup> y que la parte en error no haya asumido el riesgo del mismo (Súmar y Velarde: 2015).

#### 11.5 Obligaciones de saneamiento

El Código Civil peruano regula en los artículos 1484 a 1528 la obligación de saneamiento, la cual consiste en el deber que tiene todo transferente de un bien (transferencia de propiedad) o de un derecho (transferencia de posesión o uso) a garantizar al adquirente el disfrute del mismo, es decir, asegurar que la adquisición sea jurídicamente segura y que el bien o derecho transferido cumpla con el propósito para el cual fue adquirido.

---

<sup>17</sup> Al momento de determinar los efectos del error y si estos generan un desbalance material en las prestaciones intercambiadas los jueces americanos cuentan con un amplio margen de discrecionalidad.

Al respecto, el artículo 1486 del Código Civil establece que si en el contrato no se indica de manera expresa o tácitamente la finalidad de la adquisición, se presumirá que la voluntad de las partes es dar al bien el destino normal de acuerdo con sus características, la oportunidad de la adquisición y las costumbres del lugar.

Lo señalado previamente da a entender que la obligación de quien transfiere no termina en la celebración del contrato mismo, sino que se extiende en el tiempo. Sin embargo, esta obligación podría generar incentivos perversos si es que la responsabilidad por saneamiento fuese ilimitada. Debido a ello es que los legisladores peruano determinaron que dicha obligación responda a criterios de temporalidad dependiendo del supuesto frente al cual se encuentren.

Es así que el ordenamiento jurídico peruano contempla tres modalidades de saneamiento (saneamiento por evicción, saneamiento por vicios ocultos y saneamiento por hechos propios del transferente), los cuales se procederán a desarrollar a continuación.

#### 11.5.1 Saneamiento por evicción

El saneamiento por evicción es una de las modalidades de la obligación de sanear un bien o un derecho que contempla el Código Civil peruano, el cual consiste, de conformidad con el artículo 1491 del referido cuerpo normativo, en la obligación que tiene todo transferente de indemnizar al adquirente en el caso que este sea privado, total o parcialmente, del bien o derecho objeto de la transferencia mediante una resolución judicial o administrativa firme, en atención al derecho de un tercero.

En ese sentido, se podría concluir que la evicción es el despojo lícito que soporta el adquirente de un bien o un derecho, en atención a que sobre dicho bien o derecho, existe un derecho ajeno (derecho del tercero) anterior al contrato celebrado entre el adquirente y el transferente.

Debido a ello, la legislación contempla que el adquirente que se vea perjudicado por la evicción, tenga derecho a solicitar el valor del bien al momento de la evicción, los intereses legales desde que se produce la evicción, los frutos devengados por el bien durante el tiempo que lo poseyó de buena fe o el valor de dichos frutos si fue obligado a devolverlos con el mismo bien, las costas del juicio de evicción en caso de haber sido obligado a pagarlas, los tributos y gastos del contrato que hayan sido de cargo del adquirente, todas las mejoras hechas de buena fe por el adquirente, no abonadas y la indemnización de daños y perjuicios, cuando el transferente incurrió en dolo o culpa al celebrar el contrato.

Sin perjuicio de ello, y en atención a la autonomía privada, la legislación contempla la posibilidad que las partes acuerden que el transferente no esté sujeto a la obligación de saneamiento y si se produjera este solo deberá devolver la contraprestación que recibió, a no ser que el adquirente renuncie expresamente a dicha devolución.

#### 11.5.2 Saneamiento por vicios ocultos

Respecto a los vicios ocultos, se puede señalar que ésta constituye una modalidad de saneamiento que, a diferencia de la evicción, no requiere de una resolución judicial, arbitral o administrativa previa, por lo que el adquirente del bien o del derecho, podrá exigir directamente al transferente que responda por los defectos en atención a que ha perdido las cualidades.

#### 11.5.3 Saneamiento por hechos propios del transferente

Respecto a esta modalidad de saneamiento, se puede señalar que ésta se da cuando, por una conducta propia del transferente, el bien resulta inservible para los propósitos de su adquisición. En este caso, la conducta del transferente incumple con el deber implícito de abstinencia, el cual consiste en el deber de evitar cualquier acto que perturbe al adquirente.

## 11.6 Excesiva onerosidad de la prestación

Dicha causal de ineficacia sobrevenida del contrato se encuentra regulada en los artículos 1440 a 1446 del Código Civil y busca proteger a aquella contraparte que tiene a su cargo la ejecución de una prestación que, por circunstancias extraordinarias e imprevisibles, se torna excesivamente onerosa.

La excesiva onerosidad de la prestación es un mecanismo de protección que generalmente opera en los contratos de ejecución periódica o continuada (contratos de duración) por ser estos contratos ejecutados durante un periodo de tiempo relativamente extenso; sin embargo, también puede operar en los contratos de ejecución inmediata, donde la ejecución de la prestación a cargo de una de las contrapartes se encuentra diferida en el tiempo (Súmar y Velarde: 2015).

Al respecto, es preciso señalar que a diferencia de otras causales de ineficacia del contrato, como es la lesión, en la excesiva onerosidad de la prestación la regulación exige la verificación de elementos objetivos a fin de que se declare la ineficacia del referido acto jurídico, los cuales tratan acerca de una prestación que se ha tornado excesivamente onerosa y causales de dicha excesiva onerosidad que tengan una naturaleza extraordinaria e imprevisible.

Sobre el particular, Súmar y Velarde refieren que el tratamiento de la excesiva onerosidad de la prestación en la legislación americana y en la legislación nacional resulta ser bastante similar puesto que para su aplicación es requisito adicionalmente que ninguna de las partes contratantes hubiera asumido contractualmente dicho riesgo (Súmar y Velarde, 2015).

## 11.7 Caso fortuito y Fuerza Mayor

El caso fortuito y la fuerza mayor son dos supuestos de exención de responsabilidad al obligado, pese a la falta de cumplimiento de la obligación. Es el caso que la fuerza mayor, proviene de acontecimientos relacionados con desastres naturales tales como inundaciones, terremotos, etc; mientras que el caso

fortuito proviene de acontecimiento en los que intervine el accionar del hombre tales como guerras, invasiones, etc.

Al respecto, cabe señalar que la legislación peruana no ha efectuado distinción alguna entre el caso fortuito y la fuerza mayor, en tanto que sí establece las características de ambos supuestos, siendo ambas causas no imputables, extraordinarias, imprevisibles e irresistibles.

Conforme se ha podido apreciar, en el presente capítulo se han desarrollado diversas instituciones jurídicas recogidas en los ordenamientos de tradición civilista las cuales permitirán que la importación de cláusulas norteamericanas al derecho nacional se realice de manera más eficiente.

En ese sentido, se han abordado tópicos tales como los acuerdos pre contractuales vinculantes (contratos de compromiso de contratar y contratos de opción), la causa del contrato y sus teorías, el error como supuesto de invalidez relativa de los negocios jurídicos, la buena fe y su implicancia en la celebración e interpretación de los contratos, la obligación de saneamiento del vendedor, el error como supuesto de invalidez relativa de los negocios jurídicos, la excesiva onerosidad de la prestación y el caso fortuito y la fuerza mayor.

## CAPÍTULO XII. CONCLUSIONES

Cada operación de adquisición y fusión empresarial tiene sus particularidades, no siendo ninguna operación similar a la otra. Resulta imprescindible la asesoría que brinde el abogado dentro de la operación, ya que deberá contar con los conocimientos y experiencia tal que le permita brindar una asesoría integral no sólo en el ámbito legal o financieros, sino también con el conocimiento de diversos conceptos propios de un sistema jurídico distinto al peruano y cuya importación deberá ser suficientemente cauta para no generar distorsiones dentro de lo que se fijan en los acuerdos y demás contratos. A pesar que no existe una combinación de términos y condiciones que pueda aplicársele de forma genérica y estandarizada a todos los contratos de este tipo, dado que cada operación tiene particularidades propias, resulta evidente la imperiosa necesidad de regular de forma adecuada los derechos y obligaciones estipulados en los acuerdos de fusión y en los SPA que tengan como correlato, una ascendencia e importación del sistema del Common Law.

Debe considerarse que dentro de este tipo de contratos, como ya se ha venido trabajando a lo largo de los capítulos anteriormente tratados, que los conceptos importados del derecho corporativo norteamericano deben acoplarse, convenientemente, dentro de los contratos que sean elaborados y celebrados en el Perú. Por esta razón, resultara necesario que la asesoría legal regule, adecuadamente, la cláusula de precio, incluyendo en ella los mecanismos de ajuste al precio y el escrow que se llegase a constituir para garantizar las obligaciones del vendedor. De igual manera, se deberá tomar especial cuidado con las declaraciones y garantías que establezcan las partes dentro del SPA, en especial, las declaraciones que brinde el vendedor respecto a la sociedad target, así como la calificación a la que puedan encontrarse dichas declaraciones, así también como los parámetros para determinar la materialidad o relevancia de éstas, los pagos de indemnizaciones como resultado de la falsedad o inconsistencia en las declaraciones, incluyendo límites mínimos y máximos, deducibles y vigencia de las declaraciones. Asimismo, se deberá tener especial cuidado dentro de la redacción de la inclusión de condiciones previas para el

cierre de la operación, incluyendo la obligación de mantener la operación de la sociedad en el curso ordinario de los negocios, cláusulas de acceso a la sociedad, exclusividad, no competencia. Finalmente, la negociación deberá tener también especial cuidado con las disposiciones que se establezcan y se encuentren relacionadas con la solución de controversias derivadas de la relación contractual, incluyendo la posibilidad o no de elegir el derecho a ser aplicable al SPA o acuerdo de Fusión, así como la jurisdicción o tribunal arbitral para la solución de la controversia.

Conforme se ha señalado a lo largo de la presente investigación, los ordenamientos jurídicos del Common Law (anglosajón) y del Civil Law (romano germánico) mantienen aspectos peculiares derivados de sus propios sistemas jurídicos. En ese contexto, la importación y la implementación de cláusulas de operaciones de adquisiciones empresariales desde el Derecho Norteamericano al ordenamiento jurídico peruano conlleva por parte de los operadores jurídicos un mayor grado de conciencia y especialización relacionadas a dichas diferencias, a fin de evitar que estas cláusulas colisionen con algunas de nuestras normas de orden público y principios generales del derecho.

Sin embargo, conforme a lo señalado por los especialistas consultados y a lo desarrollado en el presente trabajo, la existencia de las diferencias inherentes a cada uno de los sistemas jurídicos no imposibilita la importación y aplicación de cláusulas del Derecho Norteamericano al ordenamiento jurídico peruano, ello incluso, sin necesidad de realizar modificaciones en nuestro Código Civil.

Es evidente que la utilización de cláusulas e instituciones típicas del Common Law dentro de los Contratos de M&A en el Perú no tienen especial distorsión, ya que como se ha podido revisar, dichas instituciones no se contradicen con el ordenamiento jurídico peruano. Empero, debe tenerse especial cuidado en considerar que varias de estas instituciones no se encuentran respaldadas en la legislación, doctrina o jurisprudencia, por lo que su importación, de no tener la especial transposición y adaptación, podría ser una práctica legal no muy recomendable.

Especial consideración tiene que tenerse con la utilización de implementación de la Cláusula Mac dentro de los contratos de M&A que se revisen a la luz del derecho corporativo norteamericano y el peruano. La importación de un modelo de SPA que utilice una definición genérica de Mac a una jurisdicción como la peruana podría resultar inadecuada si el concepto del Mac le resulta ajeno al juez peruano. Por ello, en el caso peruano, al no encontrarse desarrollado jurisprudencial ni doctrinariamente el Mac, podría acarrear que la importación de una definición genérica de Mac pueda traer consigo incertidumbre en su aplicación por parte de un juez peruano, quien no contará con todas las herramientas legales para poder comprender e interpretar adecuadamente este tipo de contratos.

Por estas razones, la importación y uso de modelos de SPA o Merger Agreements en jurisdicciones distintas al Common Law como es el caso peruano, es definitivamente una tendencia actual dentro de la asesoría legal de M&A, que conlleva ventajas pero, a su vez, riesgos asociados a su incorporación e interpretación. El principal riesgo que debe minimizar el asesor legal corporativo será que, frente a la importación de diversas cláusulas y herramientas legales, cuidar que los conceptos desconocidos por el derecho local y que, al ser traídos a colación peruana, pierdan su naturaleza original o sean interpretados de forma distinta a la inicialmente prevista al momento de su estructuración, por lo que deberá siempre ser suficientemente diligente dentro de su estructuración.

Este trabajo es consciente de las deficiencias y vacíos existentes en el sistema legal, pero también es consciente que su incorporación no repercutirá en distorsiones legales, siempre que la redacción y el manejo de la transacción permita que las partes obtengan lo que desean. Estamos seguros que este tema puede ser ahondado significativamente, pero el espacio no lo permite, por lo que aprovechamos al lector en profundizar esta interesante rama del derecho corporativo, a fin de que su estudio sea mucho más difundido y acoplado a nuestro sistema jurídico.

## ANEXO

### Anexo I

Entrevista realizada al Dr. Rafael Boisset Tizón, Socio de Philippi, Prietocarrizosa, Ferrero  
DU & Uría.

Tema de tesis: *Las Fusiones y Adquisiciones en el Perú: Importación de cláusulas del Derecho Norteamericano y su implementación en las operaciones de adquisición empresariales*

Autor: *Manuel Calampa Villaorduña y Manuel Vargas Castillo*

**ENTREVISTA SOBRE ASPECTOS RELEVANTES E IMPLICANCIAS SOBRE LA IMPLEMENTACIÓN DE CLÁUSULAS DEL DERECHO NORTEAMERICANO EN OPERACIONES DE M&A EN EL PERÚ**

El presente documento tiene únicamente fines académicos, los mismos que servirán como opiniones/posturas sobre los efectos positivos y negativos de implementar cláusulas contractuales del derecho anglosajón a operaciones de Fusiones y Adquisiciones en el Perú

1. ¿Considera que el sistema legal peruano, enmarcado dentro de la tradición de Civil Law, resulta compatible o incompatible con el *Common Law* en lo que respecta a la implementación de cláusulas de adquisición empresarial? Por favor, desarrolle brevemente su respuesta.

Considero que sí son compatibles. La libertad contractual que existe en Perú ha permitido que los contratos de compraventa de acciones anglosajones sean adaptados a la realidad local. La ventaja de no tener restricciones ni prohibiciones es que los contratos se acomodan.

2. ¿Considera usted que el Código Civil y/o la Ley general de Sociedades requiere alguna(s) modificación(es) a fin de evitar alguna incongruencia/contingencia al momento de implementar cláusulas americanas en operaciones de M&A?, Por favor cite un ejemplo y desarrolle brevemente.

En realidad no, ya que en mi opinión la libertad contractual es mejor que la regulación. En el Perú, al igual que en el resto de países de América Latina, los abogados han logrado adecuar exitosamente los contratos tipo de M&A desarrollados en los países anglosajones a las realidades del Civil Law. Ahora bien, es cierto que en el Perú muchos abogados confunden el sistema de indemnidades con las indemnizaciones de daños y perjuicios y por tal razón, se cree (erradamente) que a las limitaciones a las indemnidades se les aplican las restricciones contenidas en el Código Civil. Entonces, más que cambiar el Código Civil, creo que es importante entrenar mejor a los abogados sobre lo que están haciendo.

3. ¿Considera usted que con el actual marco legal, se incentivan en mayor medida las operaciones de Fusiones o, en su caso, las adquisiciones empresariales? Independientemente de la estrategia corporativa, ¿existe alguna razón (de índole normativo) para optar por uno u otro mecanismo?

Creo que hay dos restricciones relevantes. La primera forma parte del mercado de valores, cuando la operación implica transferencia de control de una empresa listada resulta obligatoria la realización de una Oferta Pública de Adquisición, lo que implica un importante incremento de costos. En mi opinión, dado la poca liquidez del mercado los sistemas de OPA obligatoria no están justificados.

La segunda es la restricción o limitación para efectuar compras apalancadas al amparo de lo dispuesto por el artículo 106° de la Ley General de Sociedades. La mala redacción del artículo

**genera una inseguridad sobre la validez de estas estructuras que encarecen el acceso al crédito y desincentivan las compras apalancadas.**

**4. ¿Considera usted que deberían realizarse precisiones de índole normativo al Código Civil/Ley General de Sociedades que permitan una correcta aplicabilidad de cláusulas de *Reps & Warranties*, *Cláusula MAC*, *Condition Precedent*, *Remedies*, entre otras? Por favor, desarrollar brevemente e indicar un ejemplo de ser posible.**

No por las mismas razones que he explicado en mis respuestas anteriores.

**5. ¿Considera que los jueces peruanos se encuentran en condiciones de poder solucionar controversias derivadas de interpretación de cláusulas del derecho norteamericano (M&A)?; de no ser afirmativa su respuesta, ¿considera que sólo deberían solucionarse a través de un arbitraje?**

No creo que estén capacitados, pero es cuestión de práctica judicial. Creería que es un problema de estar o no en condiciones sino de un tema de entrenamiento. Yo creo firmemente en la libertad contractual que pasa por elegir libremente el foro para solucionar los conflictos con lo cual no creo que el arbitraje deba ser obligatorio. Sí creo sin embargo que hoy en día, es la mejor opción.

**6. En caso cuente con alguna recomendación/observación y/o sugerencia en cuanto a la aplicabilidad o inaplicabilidad de reglas contractuales norteamericanas en el sistema legal peruano, por favor desarróllela brevemente.**

**(\*) Indicar nombre y cargo del abogado entrevistado**

**Rafael Boisset Tizón. Socio de Philippi, Prietocarrizosa, Ferrero DU & Uría.**

## ANEXO

### Anexo II

Entrevista realizada al Dr. Thomas Thorndike, Socio de Garrigues.

**Tema de tesis:** *Las Fusiones y Adquisiciones en el Perú: Importación de cláusulas del Derecho Norteamericano y su implementación en las operaciones de adquisición empresariales*

**Autor:** *Manuel Calampa Villaorduña y Manuel Vargas Castillo*

**ENTREVISTA SOBRE ASPECTOS RELEVANTES E IMPLICANCIAS SOBRE LA IMPLEMENTACIÓN DE CLÁUSULAS DEL DERECHO NORTEAMERICANO EN OPERACIONES DE M&A EN EL PERÚ**

El presente documento tiene únicamente fines académicos, los mismos que servirán como opiniones/posturas sobre los efectos positivos y negativos de implementar cláusulas contractuales del derecho anglosajón a operaciones de Fusiones y Adquisiciones en el Perú

**1. ¿Considera que el sistema legal peruano, enmarcado dentro de la tradición de Civil Law, resulta compatible o incompatible con el *Common Law* en lo que respecta a la implementación de cláusulas de adquisición empresarial? Por favor, desarrolle brevemente su respuesta.**

No resulta incompatible en general. El único inconveniente son las normas supletorias y de carácter obligatorio que aplican a contratos en virtud del Código Civil (por ejemplo plazos máximos, presunción de buena fe, etc.), en virtud de las cuales puede ser necesario ajustar conceptos o textos en contratos cuando los mismos se encuentran sometidos a legislación peruana.

**2. ¿Considera usted que el Código Civil y/o la Ley general de Sociedades requiere alguna(s) modificación(es) a fin de evitar alguna incongruencia/contingencia al momento de implementar cláusulas americanas en operaciones de M&A?, Por favor cite un ejemplo y desarrolle brevemente.**

En general deben revisarse varias restricciones, presunciones y prohibiciones a determinados actos, que han sido establecidos pensando en la “debilidad” de partes contratantes.

Un ejemplo es el concepto de asistencia financiera prohibida en el artículo 106 de la LGS.

**3. ¿Considera usted que con el actual marco legal, se incentivan en mayor medida las operaciones de Fusiones o, en su caso, las adquisiciones empresariales? Independientemente de la estrategia corporativa, ¿existe alguna razón (de índole normativo) para optar por uno u otro mecanismo?**

No considero que hay incentivos en el marco legal civil/societario, los incentivos suelen ser de índole tributario.

**4. ¿Considera usted que deberían realizarse precisiones de índole normativo al Código Civil/Ley General de Sociedades que permitan una correcta aplicabilidad de cláusulas de *Reps & Warranties*, *Cláusula MAC*, *Condition Precedent*, *Remedies*, entre otras? Por favor, desarrolle brevemente e indicar un ejemplo de ser posible.**

No de manera específica.

**5. ¿Considera que los jueces peruanos se encuentran en condiciones de poder solucionar controversias derivadas de interpretación de cláusulas del derecho norteamericano (M&A)?; de no ser afirmativa su respuesta, ¿considera que sólo deberían solucionarse a través de un arbitraje?**

No considero que están en capacidad, y si considero que lo habitual será someter esas controversias en contratos complejos/sofisticados a arbitrajes.

**6. En caso cuente con alguna recomendación/observación y/o sugerencia en cuanto a la aplicabilidad o inaplicabilidad de reglas contractuales norteamericanas en el sistema legal peruano, por favor desarróllela brevemente.**

N/A

**(\*) Indicar nombre y cargo del abogado entrevistado**

Thomas Thorndike – socio GARRIGUES

## ANEXO

### Anexo III

Entrevista realizada al Dr. Juan Carlos Escudero, Socio de CMS Grau Abogados

**Tema de tesis:** *Las Fusiones y Adquisiciones en el Perú: Importación de cláusulas del Derecho Norteamericano y su implementación en las operaciones de adquisición empresariales*

**Autor:** *Manuel Calampa Villaorduña y Manuel Vargas Castillo*

**ENTREVISTA SOBRE ASPECTOS RELEVANTES E IMPLICANCIAS SOBRE LA IMPLEMENTACIÓN DE CLÁUSULAS DEL DERECHO NORTEAMERICANO EN OPERACIONES DE M&A EN EL PERÚ**

El presente documento tiene únicamente fines académicos, los mismos que servirán como opiniones/posturas sobre los efectos positivos y negativos de implementar cláusulas contractuales del derecho anglosajón a operaciones de Fusiones y Adquisiciones en el Perú

**1. ¿Considera que el sistema legal peruano, enmarcado dentro de la tradición de Civil Law, resulta compatible o incompatible con el Common Law en lo que respecta a la implementación de cláusulas de adquisición empresarial? Por favor, desarrolle brevemente su respuesta.**

El modelo de negociación del Common Law si se puede ajustar al modelo del Civil Law. Sin embargo, se debe tener presente los ajustes legales que existan.  
Por ejemplo, los temas relacionados a la responsabilidad deben tener especial atención.  
No existe limitación de orden público que impida que puedan regular la compraventa de empresa en el contrato.

**2. ¿Considera usted que el Código Civil y/o la Ley general de Sociedades requiere alguna(s) modificación(es) a fin de evitar alguna incongruencia/contingencia al momento de implementar cláusulas americanas en operaciones de M&A?, Por favor cite un ejemplo y desarrolle brevemente.**

No realizaría ninguna modificación. Sin embargo, considera que debería existir una regulación especial, con lo cual no existiría la necesidad de realizar una gran regulación en el contrato.

**3. ¿Considera usted que con el actual marco legal, se incentivan en mayor medida las operaciones de Fusiones o, en su caso, las adquisiciones empresariales? Independientemente de la estrategia corporativa, ¿existe alguna razón (de índole normativo) para optar por uno u otro mecanismo?**

Considera que no es normativa porque son dos necesidades distintas. El tipo de operación a elegir depende de la naturaleza del negocio que pretendan establecer las partes y la participación de estas en el mercado, así como su intención dentro de la negociación (por ejemplo, mantener el control de la sociedad).

**4. ¿Considera usted que deberían realizarse precisiones de índole normativo al Código Civil/Ley General de Sociedades que permitan una correcta aplicabilidad de cláusulas de Reps & Warranties, Cláusula MAC, Condition Precedent, Remedies, entre otras? Por favor, desarrolle brevemente e indique un ejemplo de ser posible.**

No es necesaria la modificación en la mayoría de aspectos en caso se logre concretar un proyecto de ley que regule la compraventa de acciones. Por ello, considera que sería mejor establecer una ley

especial, con lo cual reduces costos de transacción y se regulen todos los supuestos propios de las negociaciones en los M&A.

**5. ¿Considera que los jueces peruanos se encuentran en condiciones de poder solucionar controversias derivadas de interpretación de cláusulas del derecho norteamericano (M&A)?; de no ser afirmativa su respuesta, ¿considera que sólo deberían solucionarse a través de un arbitraje?**

Definitivamente no, ya que los jueces no cuentan con el nivel de conocimiento ni la especialidad que les permita poder aplicar correctamente instituciones importadas a nuestro sistema jurídico.

Ni los árbitros peruanos, pues son pocos los árbitros peruanos que tengan formación en corporativo, en M&A, ni en derecho transaccional.

Se traen muchos árbitros extranjeros que cuentan con un mayor grado de especialización.

**6. En caso cuente con alguna recomendación/observación y/o sugerencia en cuanto a la aplicabilidad o inaplicabilidad de reglas contractuales norteamericanas en el sistema legal peruano, por favor desarróllela brevemente.**

Implementación de una ley especial que regule los principales aspectos de los contratos de M&A, permitiendo así, poder tener una base legal sobre la cual las partes puedan iniciar sus negociaciones. Considera que incorporar alguna normativa adicional en la Ley General de Sociedades o, en todo caso, el Código Civil, resultaría modificar una gran cantidad de artículos, por lo que la implementación de una nueva norma que regule los M&A sería la medida más conveniente.

**(\*) Indicar nombre y cargo del abogado entrevistado**

Juan Carlos Escudero – Socio del Estudio CMS Grau Abogados

## BIBLIOGRAFÍA

- Adams, K. (2004). A legal Usage of Material Adverse Change´ Provisions. En: Forham J. Corp & Fin. L., ed. Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. X. New York: Forham J. Corp & Fin. L.
- A. Kein, William and Coffee Jr, Jhon. “Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles”, Foundation PRes. New York, 2002.
- Álvarez, José / Carrasco, Ángel. “Régimen Jurídico de las Adquisiciones de Empresas”. Editorial Aranzandi. Madrid, 2001.
- Álvarez Arjona, José y Carrasco Perera, Ángel. Fusiones y Adquisiciones de Empresas”. Editorial Thomson Aranzandi. España, 2004.
- American Bar Association. Model Stock Purchase Agreement with Commentary, III Committee on Negotiated Acquisition, Section of Business Law, American Bar Association, Chicago, 1995.
- Amiel, S. (2015) Fusiones y Adquisiciones. Lima; Instituto Pacífico.
- Arrubla, PAucar, Jaime Alberto, Contratos Mercantiles, novena edición, Biblioteca Jurídica Dike, Bogotá, tomo I, 2002.
- Asociación Cathedra Lex “A los 12 años de la Ley General de Sociedades”, Editorial jurídica Grijley, 2010.
- Autores varios. “Fusiones y Adquisiciones”. Editorial Instituto Pacífico. Lima, 2015.
- Baiardi, Kristen and Davidoff Steven M., “Accredited Home Lenders vs. Lone Star Funds: A MAC case study”, en Social Science Electronic Publishing, Wayne State University Law School Legal Studies, Research Paper Series N! 08-16, Michigan, February, 2008.
- Boone, Michael M. / Chu, Wilson/ Kirkpatrick, Paul, “The Ins and Outs in Drafting MAE/MAC Clauses, Termination Rights and Other Heavily Litigated Provisions in Aquisition Agreement”, en 31st Annual Conference on Securities Regulation and Business Law Problem, Texas. February 2009.
- Boisset, R. (2015) Fusiones y Adquisiciones. Lima; Instituto Pacífico.
- Broseta, M. (1994) Manual de Derecho Mercantil. Madrid: Tecnos.
- Bullard, A. (2007) “De acuerdo en que no estamos de acuerdo: análisis económico de la interpretación contractual”, en Revista de instituciones, ideas y mercados N°47, Buenos Aires.
- Bullard, A. (2006) Derecho y Economía El Análisis Económico de las Instituciones Legales. Lima: Palestra.
- Chambers and Partners.  
<http://www.chambersandpartners.com/171/354/editorial/9/1> (08/08/17; 15:30).
- Chertok, Adam B. “Rethinking the U.S. Approach to Material Adverse Change Clauses in Merger Agreements” U. Miami Int’l & Comp. Law Review. Vol 19, 2012.
- Cubillas, J. y Torres, P. (2015) Las cláusulas de material adverse change y su utilización globalizada en contratos de M&A. En Instituto Pacífico, ed. Fusiones y Adquisiciones. pp 221-240. Lima: Instituto Pacífico.

- De Gregorio, A. (1950). De las Sociedades y de las Asociaciones Comerciales. Colección de Derecho Comercial. De Bolaffio, Rocco y Vivante. Tomo 6. Buenos Aires: Ediar.
- De la Puente y Lavalle, Manuel. “El Contrato en General: Comentarios a la Sección Primera del Libro VII del Código Civil”. III Tomos. Editorial Palestra Editores. Junio, 2014.
- Denis David J. and Macías Anonio J., “Material Adverse Change Clauses and Acquisition Dynamics”, Krannert School of Management, Purdue University. Institute for Research in the Behavioral, Economic and Management Sciences, Indiana, 2014.
- Echaiz D. (2010) “Instituciones de Derecho Empresarial”. Lima: Editorial Asociación Peruana de Ciencias Jurídicas y Conciliación (APECC).
- Echaiz, D. (2002). La Empresa en el Derecho Moderno. Lima: Grafica Horizonte.
- Elis Ferran. “Company Law and Corporate Finance” Oxford University Press. June, 1999.
- Elías E. (2015) Derecho Societario Peruano. 2 tomos. Lima: Gaceta Jurídica.
- Forsyth, A. (2004) Finanzas Empresariales. Rentabilidad y valor. Ed. Tarea Asociación Grafica Educativa. Lima.
- Fox, Charles M. (2008) Working with Contracts. What Law doesn't teach you. Second Edition. New York: Practising Law Institute.
- García, P. (2006). Fusiones comentadas. Madrid: Prentice Hall Finance Edition.
- Garrigues, J. (1987). Curso de Derecho Mercantil. Bogotá: Editorial Tecnos.
- Garrigues, J. y Uría, R. (1976) Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas. Madrid: Civitas.
- Gilson, Ronald & Alan Schwartz (2005). Understanding MACs: moral hazard in acquisitions. The Journal of Law, Economics & Organization, 21 (2) 330-358.
- Girón, J. (1976) Derecho de Sociedades. Madrid: Artes Gráficas Benzal.
- Gómez, Juan Manuel. (1991) La Fusión de sociedades anónimas en el derecho español y comunitario. Madrid: La Ley.
- Gottshalk, Daniel, Comment, “Weaseling Out of the Deal: Why Buyers Should be Able to Invoke Material Adverse Change Clauses in the Wake of Credit Crunch”, en Houston Law Review, Vol. 47, N° 4. Texas 2010.
- Hundskopf, Oswaldo. “Manual de Derecho Societario”. Editorial Gaceta Jurídica, Lima, febrero 2012.
- Israel Llave, Luz y Filomeno, Alfredo. “La Fusión y la Escisión en la nueva ley general de sociedades: Algunas aproximaciones”. En: Tratado de Derecho Mercantil, Tomo I, Editorial Gaceta Jurídica, agosto 2003.
- Kozlov, Herbert F. and Jhonatan P. Moyer, “Deal Termination Litigation: The Material Adverse Change Clause, and other scape clauses in a tightening Deal Market”. En, Reed Smith. Bulletin 08-002, Chicago, January, 2008.
- Mascareñas, J. (2006) Fusiones y Adquisiciones de Empresas. Madrid: McGraw Hill
- Mehta, Suhrud. (2008). “Material Adverse Change Clauses un Adverse Markets”. En: Milbank, Tweed, Hadley & McCloy, LLP, 3 de octubre de 2008.

- Messineo, F. (1971) Manual de Derecho Civil y Comercial. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América.
- Molina, F. (2013) Ensayos de Derecho Contractual Financiero. Lima. Universidad del Pacífico.
- Motos, G. (1953) Fusión de Sociedades Mercantiles. Madrid: Revista de Derecho Privado.
- Nixon, Peabody. (2011) Mac Survey. Nixon Peabody Ltd. 2011.
- Northcote, Christian / García, Luis / Tambini, Mónica. “Manual práctico de la Ley General de Sociedades”. Editorial Instituto Pacífico. Julio 2002.
- Osterling F. y Castillo, M. Compendio de Derecho de las Obligaciones. Palestra Editores, Lima (2014)
- Payet, J. (2015) Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresa y la responsabilidad del vendedor. En Instituto Pacífico, ed. Fusiones y Adquisiciones. pp 85-116. Lima: Instituto Pacífico.
- Palmadera Romero, Doris. “Manual de la Ley general de Sociedades”. Editorial Gaceta Jurídica. Marzo 2013.
- Puente y Lavalle, Manuel. Estudios sobre el Contrato Privado. Editorial Cultural Cuzco S.A. Lima, (1983)
- Rebaza, A. y Ochoa, L. (2015) Fusiones y Adquisiciones. Lima; Instituto Pacífico.
- Reyes Villamizar, Francisco. “Derecho Societario en Estados Unidos. Introducción comparada”. Editorial Legis. Colombia, 2006.
- Roppo, V. (2009) El Contrato (Carreteros, N. y Ariano, E., trads.) Lima: Gaceta Jurídica (Obra Original publicada en 2001).
- Román García, Antonio. El Precontrato. Editorial Montecorvo S.A. Madrid (1982)
- Schwartz, Andrew A. (2010). A “Standard clause analysis” if the frustration doctrine and the material adverse change clause. *UCLA LAW Review*, 57. 789-839.
- Sherman, Andrew (2010) “The Purchase agreement and relates legal documents”, en *M&A from A to Z*, tercera edición
- Somogje, Nathan (2009) “Failure of a “Basis Assumption”: The Emerging Standard for Excuse Under MAE Provisions”. En: *Michigan Law Review*, Vol. 108, N°1
- Soria, A. y Osterling M. Contratos Modernos Elementos Esenciales y reglas aplicables para acuerdos comerciales Fondo Editorial de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas UPC. (2014).
- Soto, C. (2008) Arbitraje comercial y arbitraje de inversión. El arbitraje en el Perú y el mundo. Lima: Instituto Peruano de Arbitraje.
- Sumar, Óscar y Velarde, Luis Miguel. “Contratos: Teoría y práctica – Aportes del derecho comparado”. Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico. Mayo, 2015.
- Torres, A. (2012) Teoría General del Contrato. Instituto Pacífico: Lima.
- Uría, R. (1995) Derecho Mercantil. Madrid: Marcial Pons
- Varady, T., Barcelo III, J. y T. Von Mehren, A. (1999) *International Commercial Arbitration. A transnacional perspective. Second Edition.* Thomson West Ed.
- Verón, V. (1979). *Sociedades Anónimas de Familia.* Buenos Aires: Abaco.
- Vidal, F. (2003) Manual de Derecho Arbitral. Lima: Ed. Gaceta Jurídica.

- Wolf, Daniel / David Feirstein / Joshua Sachriah, “Custom made MAE’s-Tailoring your Risk allocation”. En: Kirkland & Ellis M&A Update, Kirkland & Ellis LLP, New York, February, 2012.
- Zusman, Shoschana, “La Buena fe Contractual” En: Themis N°51, Lima.2006