

Universidad de Lima

Escuela de Posgrado

Maestría en Derecho Empresarial



# **APLICACIÓN DE LAS CLÁUSULAS SANDBAGGING Y ANTISANDBAGGING EN LOS PROCESOS DE M&A EN EL PERÚ**

Trabajo de Investigación para optar el Grado Académico de Maestro en Derecho  
Empresarial.

**Tamara Maria Infante Perales**

**(20052695)**

**Andrea Carolina Medina Paz**

**(20030523)**

**Asesor:**

**Antonio Román Calzada**

Lima – Perú

Octubre 2020





**APPLICATION OF SANDBAGGING AND  
ANTISANDBAGGING CLAUSES IN M&A  
PROCESSES IN PERU**

## TABLA DE CONTENIDO

<b>ÍNDICE DE TABLAS .....</b>	<b>VI</b>
Tabla 2.1: Ventajas y desventajas de las cláusulas SB.....	vi
Tabla 2.2. Ventajas y desventajas de las cláusulas ASB .....	vi
<b>ÍNDICE DE ANEXOS.....</b>	<b>VII</b>
<b>RESUMEN .....</b>	<b>VIII</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>IX</b>
<b>AGRADECIMIENTOS.....</b>	<b>1</b>
<b>PROBLEMÁTICA .....</b>	<b>2</b>
<b>INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>CAPÍTULO I: HIPÓTESIS, OBJETIVOS Y ALCANCE DE LA INVESTIGACIÓN .....</b>	<b>6</b>
1.1. Hipótesis .....	6
1.2. Objetivos.....	6
1.3. Alcance de la investigación .....	6
<b>CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>8</b>
2.1. Procesos de fusiones y adquisiciones .....	8
2.1.1. Antecedentes .....	8
2.1.2. Definición.....	10
2.1.3. Motivos y/o razones.....	12
2.1.4. Etapas.....	14
2.1.5. Formas.....	16
2.2. Buena fe, un principio rector en los procesos de fusiones y adquisiciones .....	18
2.2.1. Buena fe precontractual .....	20
2.2.2. Buena fe contractual .....	21
2.3. Due diligence Legal.....	22
2.3.1. Concepto de due diligence legal y su finalidad.....	22
2.3.2 Alcances del due diligence legal .....	25

2.3.3. Efectos del due diligence .....	26
2.3.4. El vendor due diligence .....	28
2.4. Declaraciones y garantías .....	30
2.4.1. Cláusulas de declaraciones y garantías .....	30
2.4.2. Significado de los términos de declaraciones y garantías .....	32
2.4.3. Importancia de las declaraciones y garantías en el contrato .....	34
2.4.4. Due diligence frente a las declaraciones y garantías. ....	37
2.4.5. Limitaciones de responsabilidad .....	38
2.4.6. Remedios frente a las declaraciones y garantías .....	41
2.5. Cláusulas sandbagging y antisandbagging .....	46
2.5.1 Definiciones .....	46
2.5.2 Razones para su incorporación.....	49
2.5.3 Aspectos que influyen en su incorporación .....	51
2.5.4. Su aplicación en el sistema jurídico peruano .....	52
2.5.5. Ventajas y desventajas .....	53
2.5.6. Incentivos para la revelación de información e incentivos para conocer la información .....	54
<b>CAPÍTULO III: RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN .....</b>	<b>56</b>
3.1. La aplicación de las cláusulas sandbagging o antisandbagging en el sistema jurídico peruano desde la perspectiva de los expertos .....	56
3.1.1. Antecedentes .....	56
3.1.2. Aplicación de las cláusulas sandbagging y antisandbagging en el Perú según expertos.....	56
<b>CONCLUSIONES.....</b>	<b>65</b>
<b>RECOMENDACIONES .....</b>	<b>68</b>
<b>REFERENCIAS .....</b>	<b>70</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>74</b>
<b>ANEXO 1: CUESTIONARIO PARA EXPERTOS .....</b>	<b>75</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1: Ventajas y desventajas de las cláusulas SB.....	53
Tabla 2.2. Ventajas y desventajas de las cláusulas ASB.....	54



## ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1: Cuestionario para expertos.....	75
--	----



## RESUMEN

En el presente trabajo de investigación se realiza un análisis sobre la importancia y el impacto que tienen las cláusulas sandbagging y antisandbagging en los procesos de fusiones y adquisiciones en el Perú, tanto en la etapa de due diligence realizado por el potencial adquirente de la sociedad objetivo como en la negociación del contrato.

Nuestro análisis busca determinar si la incorporación de las cláusulas sandbagging y/o antisandbagging genera incentivos para la revelación de mayor o menor información durante el due diligence y si el flujo de información sólo será determinante para la cobertura de las contingencias o también para determinar la estrategia que deberán usar los asesores a fin de lograr la incorporación en el contrato de estas cláusulas.

El trabajo cuenta con el importante y valioso aporte de expertos en materia de procesos de fusiones y adquisiciones quienes respondieron un cuestionario diseñado a fin de conocer de primera mano los temas materia de investigación desde la amplia experiencia de los protagonistas de muchos procesos de fusiones y adquisiciones que se dan en el país.

**Palabras Claves:** Cláusulas sandbagging, cláusulas antisandbagging, due diligence, adquisiciones, fusiones.



## ABSTRACT

In the present research work, an analysis of the importance and impact of the sandbagging and antisandbagging clauses in mergers and acquisitions processes in Peru is carried out, either in the due diligence stage carried out by the potential acquirer of the target company as in the negotiation of the contract.

Our analysis seeks to determine if the incorporation of sandbagging and/or antisandbagging clauses generates incentives for the disclosure of more or less information during the due diligence and if the flow of information will only be decisive for the coverage of contingencies, or also for the strategy to be used by the advisers in order to get the incorporation of these clauses into the contract.

The work has the important and valuable contribution of experts of mergers and acquisitions processes who answered a questionnaire designed in order to know from firsthand the topics of the research from the extensive experience of the protagonists of many mergers and acquisitions processes that occur in the country.

**Key words:** sandbagging clauses, antisandbagging clauses, due diligence, acquisitions, mergers

## AGRADECIMIENTOS

Tamara Infante y Andrea Medina:

A Dios por bendecirnos, a nosotras y nuestras familias, con salud, trabajo y vida, más aún en esta coyuntura tan difícil como la pandemia del Covid-19, pero sobre todo por darnos la energía y entusiasmo para poder elaborar y terminar el presente trabajo de investigación.

Al doctor Antonio Román, nuestro asesor técnico, por su tiempo, dedicación, paciencia, enseñanzas y consejos. Tiene nuestro profundo agradecimiento y admiración desde el primer día que fue nuestro profesor en la maestría. Realmente fuimos muy bendecidas por tener asignado al mejor asesor.

A los señores Guillermo Ferrero, Liliana Espinosa, Paolo Robilliard, Enrique Ferrando, Diego Carrión, Fátima de Romaña, Carlos Arata, Víctor Lazo, Rafael Lengua, Fernando Hurtado, Santiago Quiroz, Ricardo de la Piedra, Miguel Viale, Juan Carlos Escudero, Joanna Dawson, Oscar Benavides, Jorge Muñoz, Sergio Amiel, Roberto Maclean, Daniel Gonzales, Javier Zavala por haber colaborado con nosotras respondiendo el cuestionario de forma escrita o por video llamada. Muchas gracias por haberse tomado el tiempo de compartir sus experiencias con nosotras.

Tamara Infante:

A Lucas mi hijo, por ser la luz de mi vida, quien me motiva y me inspira todos los días a ser mejor.

A Rodrigo mi esposo, por su apoyo incondicional, paciencia y aliento constante en todo el proceso de elaboración del trabajo de investigación.

Andrea Medina:

A mis padres por enseñarme con su ejemplo que todas las metas con esfuerzo y dedicación se pueden cumplir, por su paciencia, soporte y el amor incondicional que me brindan en cada reto que me propongo.

A Giulio Valz-Gen, mi jefe y mentor, por siempre apostar por mi desarrollo profesional y apoyarme en forma incondicional a lograr mis metas.

## PROBLEMÁTICA

Es muy común pensar que el proceso de due diligence legal (en adelante, “DD”) tiene como objetivo único y exclusivo la identificación de contingencias legales, cuando en realidad las razones/motivos por las cuales las partes contratan la realización de un DD, previo a la compra de la sociedad objetivo (“M&A”), son mucho más variadas y complejas que eso, siendo algunas de éstas el aprovechamiento de costos de oportunidad, captura de eficiencias, entre otros.

Sobre esa misma línea, es importante señalar que el alcance que tendrá el DD podría estar directamente influenciado por la introducción de las cláusulas sandbagging (“SB”) y antisandbagging (ASB”), debido a que entre más información conozca el adquirente, el transferente podría tratar de dejar constancia de dicho conocimiento a través de una cláusula ASB y viceversa. Por lo tanto, la negociación de las cláusulas SB y ASB jugará un rol fundamental en el proceso de “M&A” y el DD; debido a que puede generar incentivos que inciden directamente en la revelación de información.

En el Perú no se ha investigado mucho al respecto y no se tiene estudios serios que revelen la importancia y el impacto que tienen las cláusulas SB y ASB en todo el proceso de M&A, lo que incluye el DD también, por lo cual muchas veces no es valorado dentro de la estrategia para conducir el proceso, afectando su eficiencia. En vista a que a la fecha no ha merecido la atención que consideramos debe tener el tema por su importancia, en el presente trabajo de investigación pretendemos hacer un análisis no sólo lógico-teórico, sino sobre la base de las distintas aproximaciones que tienen sobre el tema especialistas que habitualmente están expuestos a estos procesos.

## INTRODUCCIÓN

En los últimos años el Perú ha venido experimentado un incremento en las operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales (en adelante, “M&A”), lo que ha generado un dinamismo en el mercado, atrayendo la inversión extranjera y privada, de lo cual hemos sido testigos. De acuerdo con el estudio de fusiones y adquisiciones 2019 de PwC Perú, el país con mayor porcentaje de atracción para ejecutar una inversión en el sector corporativo según la “encuesta fusiones y adquisiciones 2019 elaborada por PwC” fue Perú con un 27%, seguido de Colombia con un 24%, México con 15%, Chile con 12%, Brasil con 8%, donde se demuestra que el mercado peruano sigue generando interés en las inversiones privadas. Asimismo, de acuerdo con el estudio (PwC Perú, 2019 ) se menciona lo siguiente:

...Dentro de las 106 operaciones registradas en el 2018, 74 correspondieron a capitales extranjeros con *targets* peruanos (*inbound*) por un valor total de USD 4,283 millones; 6 fueron empresas con capitales peruanos adquiriendo empresas extranjeras (*outbound*), por USD 484 millones; y 26 fueron operaciones internas por un total de USD 1,423 millones. (p. 3)

Esta internacionalización en los procesos de M&A, nos ha generado como abogados nuevos retos profesionales al tener que ir incorporando figuras jurídicas del mundo anglosajón y adecuándolas para no colisionar con nuestro ordenamiento jurídico. Asimismo, hemos tenido que generar nuevas estrategias de negociación tratando de predecir lo que nuestra contraparte solicitará a fin de lograr los mayores beneficios posibles.

Una de las figuras importadas es el DD que es el proceso de auditoría que realizan profesionales expertos como auditoras, estudios de abogados o afines, con el fin de obtener el mayor conocimiento de la sociedad objetivo (en adelante, “target”), reflejada a través de un informe que le permitirá al posible adquirente conocer las contingencias, pasivos ocultos, activos inexistentes que tiene el target. Sin embargo, este proceso no es exclusivo de los adquirentes, sino que hoy día es usada por el vendedor como una buena práctica conocida como el “vendor due diligence” cuyo objetivo es examinar las

contingencias del target a fin de poder subsanar la mayor parte de ellas antes de iniciar el proceso de venta y evitar dilataciones en la transacción.

Asimismo, la realización del DD trae como resultado una disminución en la asimetría informativa entre el potencial transferente y adquirente, pero sobre todo buscará no sólo una adecuada cobertura de las contingencias, sino además la captura de oportunidades y reducirá el riesgo de merma del costo de oportunidad de las partes. El DD también actúa como una especie de seguro para el adquirente, el mismo que se verá afectado por el grado de profundidad de la auditoría que realizó, debido a que la información que se obtenga le permitirá advertir sobre la rentabilidad del target y proyectar el retorno de la posible inversión.

Otra de las figuras importadas del mundo anglosajón, son las cláusulas de declaraciones y garantías o conocidas en inglés como reps and warranties (en adelante, “R&W”). Estas regulan las controversias más frecuentes que son las que se refieren al alcance de la responsabilidad asumida por el transferente y el universo de riesgos trasladados al adquirente en el contrato que se suscriba. No obstante, si bien el adquirente buscará la mayor asunción de responsabilidad por parte del transferente, es claro que lo que lo motiva a la adquisición del target no es demandarlo para hacer valer las cláusulas de R&W. Por ello, la realización del DD cobra una relevancia importante para conocer el target.

Asimismo, otra de las figuras importadas, son las llamadas cláusulas SB y ASB, cuya incorporación de cada una de éstas generará incentivos en mayor o menor medida para la revelación de información en el DD; lo que impacta directamente sobre sus finalidades. Es importante señalar que la inclusión de una u otra cláusula dependerá de una serie de factores como el grado de conocimiento del adquirente, el nivel de confianza, el conocimiento que se tenga del sector, las posiciones dominantes o no, entre otros.

Lo que nos llama poderosamente la atención, es que hasta la fecha no exista un estudio nacional serio que defina en forma adecuada y precisa la relevancia, y el impacto que tienen la introducción de esas cláusulas en el contrato de compraventa de empresa (en adelante, “SPA”), frente a los procesos de M&A y más concretamente para la verificación de las finalidades de los DD; pues como explicaremos en el trabajo, la tendencia que tendrá el transferente es buscar la máxima cobertura de su responsabilidad y el adquirente buscará todo lo contrario. No obstante, más que las partes quieran sacar

el máximo provecho para sí mismas, deberán buscar en la medida de lo posible cláusulas equilibradas que contribuyan con generar incentivos para la relevación de información suficiente para la captura de oportunidades y que tengan como meta que se concrete el M&A.

Por eso, el presente trabajo de investigación pretende generar una guía para que las partes o sus asesores tengan elementos para evaluar qué cláusula les conviene incorporar dependiendo ante qué escenario estén, si la cláusula SB o la cláusula ASB, sobre la base del análisis que se hará sobre los incentivos que generan estas cláusulas y a que se encuentra vinculada su incorporación.



# CAPÍTULO I: HIPÓTESIS, OBJETIVOS Y ALCANCE DE LA INVESTIGACIÓN

## 1.1. Hipótesis

El presente trabajo de investigación tiene como hipótesis principal la siguiente: La incorporación de las cláusulas SB y/o ASB generará incentivos para la revelación de mayor o menor información lo que influirá en el resultado de la transacción. El flujo de información no sólo será determinante de cara a la cobertura de las contingencias legales y/o financieras, sino también para la captura de oportunidades, evitar perjudicar el costo de oportunidad, entre otros.

Asimismo, como hipótesis secundaria hemos definido lo siguiente: La incorporación de las cláusulas SB y/o ASB se encontrará vinculado a las características de la transacción y del entorno en el que se desarrolle la negociación entre las cuales se encuentra el grado de conocimiento del negocio, posición de dominio, las características del mercado, sector, la competitividad del proceso, entre otros.

## 1.2. Objetivos

Ahora bien, los objetivos que buscamos con el presente trabajo de investigación son:

**General:** Realizar un análisis sobre los incentivos que generan las cláusulas SB y ASB y a que se encuentra vinculada su incorporación y luego de ello, generar una guía para las partes y sus asesores tengan elementos para evaluar qué cláusula les conviene incorporar dependiendo ante qué escenario estén.

**Específico:** Evaluar los efectos del intercambio de información entre las partes que se da como parte del DD que se practica en las transacciones.

## 1.3. Alcance de la investigación

El alcance de la presente investigación estará restringido a los procesos de adquisición de empresas que conllevan una negociación y un DD previo, la toma de control del target y

que finaliza en un contrato de compraventa de acciones privado. Se excluyen las negociaciones en mecanismos centralizados como la Bolsa de Valores y entre accionistas.

Se realizará un análisis de los procesos de fusiones y adquisiciones, con énfasis en las etapas, tipos y objetivos de estos. Asimismo, revisamos la aplicación del principio de buena fe en el SPA con mayor énfasis en las cláusulas SB y ASB.

Adicionalmente, esta investigación analizará la figura del DD desde la perspectiva legal y no financiera, sus alcances y repercusiones en los procesos de fusiones y adquisiciones con mayor énfasis en las cláusulas SB y ASB.

Finalmente, revisaremos las cláusulas de R&W, y también los alcances de la aplicación de las cláusulas SB y ASB en los procesos de fusiones y adquisiciones y su aplicabilidad en el Perú. Para ello contamos con los comentarios de especialistas en fusiones y adquisiciones.





# CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

## 2.1. Procesos de fusiones y adquisiciones

### 2.1.1. Antecedentes

...La doctrina es casi unánime en considerar que ha habido cinco oleadas de fusiones y adquisiciones desde el siglo XXIV y cada una de ellas con características propias generadas por una combinación de distintos eventos.

La primera oleada de fusiones y adquisiciones en los Estados Unidos de América se dio entre 1897 y 1904, también llamada la oleada de la “Consolidación Horizontal”, cuando grandes empresas deciden fusionarse con empresas más pequeñas de su mismo rubro, en su mayoría, con la intención de ganar una participación significativa en el mercado que les permitiera ostentar una condición monopólica. Estas fusiones dieron lugar a los grandes de la industria del acero, la telefonía, el petróleo, la manufactura y el transporte. Un ejemplo de estas fue la fusión de Standard Oil y U.S. Steel, la cual se formó por la combinación de 785 compañías del mismo rubro, sin duda, con el fin de monopolizar la industria. La mayoría de las fusiones concebidas en esta primera etapa no tuvieron el éxito deseado. La razón principal fue la crisis económica hacia 1904 y las medidas legales para restringir prácticas anticompetitivas. La Corte Suprema de los Estados Unidos de América extiende la aplicación de la Sherman Act (la primera ley del gobierno federal para restringir las prácticas monopólicas y anticompetitivas) a las fusiones, involucrando a varias de las empresas formadas durante esta época por prácticas restrictivas a la libre competencia.

Una segunda oleada de fusiones y adquisiciones se dio entre 1916 y 1929. Durante esta etapa se consolidaron las concentraciones de las industrias que se dieron en la primera oleada, sin embargo, hubo un interesante incremento de integraciones verticales (empresas que adquirieron a sus actuales o posibles proveedores, clientes o distribuidores). El boom económico y el desarrollo tecnológico que siguieron a la Primera Guerra Mundial dieron lugar a este tipo de fusiones. Las industrias que se fusionaron principalmente en esta etapa fueron

productoras de metales primarios, petróleo, equipos de transporte, empresas de productos alimenticios. Asimismo, las principales empresas de automóviles se consolidaron en esta etapa. Esta segunda oleada de las fusiones y adquisiciones finalizó con el crash de la Bolsa producto de la crisis de 1929, así como con la aplicación por los tribunales estadounidenses de la Clayton Act (ley federal aprobada en 1914 que definió ciertas prácticas como colusorias y monopólicas que no estaban claras bajo la Sherman Act).

Una tercera oleada se dio entre 1965 y 1969 básicamente formando conglomerados (empresas que no tenían relación alguna de industria o mercado se unían para formar una empresa más fuerte y poderosa) con la intención de obtener los beneficios de la diversificación. Este tipo de fusiones fueron inspiradas por los altos precios de las acciones, tasas de interés y, en el plano legal, por el estricto cumplimiento de las normas de protección contra las prácticas monopólicas y anticompetitivas. La mayoría de las fusiones en esta etapa se dieron entre empresas de la industria de petróleo y gas, industrias farmacéuticas, bancos y aerolíneas. Esta etapa terminó por la caída del valor de las acciones de los conglomerados atribuida principalmente a no haber obtenido los beneficios esperados por la diversificación.

La cuarta oleada tuvo lugar desde 1981 a 1989 y se caracterizó principalmente por las adquisiciones hostiles (hostile takeovers), por las cuales la compañía objetivo no estaba de acuerdo con la fusión por lo que la adquirente ofrecía comprar sus acciones en el mercado secundario. Asimismo, esta etapa estuvo representada por el financiamiento a través de los denominados junk bonds o bonos basura (bonos con un alto grado de riesgo pero con un interés también bastante alto que los hace atractivos para los inversionistas), así como por las compras apalancadas o Leverage Buy Outs (LOBs) que no son otra cosa que la adquisición de una empresa con la ayuda en gran parte de capital externo para alcanzar la suma deseada y en donde los activos de la empresa objetivo son usados como garantía del repago de la deuda. Esta cuarta etapa terminó con leyes que regularon las adquisiciones hostiles, la reforma de normas aplicables a fusiones de instituciones financieras, la caída de los junk bonds y la crisis financiera de los bancos comerciales.

Una quinta oleada de fusiones y adquisiciones se dio entre 1992 y el 2000 inspirada en la globalización, el boom del mercado de capitales y la desregulación. Esta quinta oleada se dio principalmente en el sector bancario y de telecomunicaciones. Durante esta etapa compañías de gran tamaño fueron

creadas con la idea de que el tamaño era importante para mantenerse competitivas y la desregulación en materia de leyes antimonopolio dio lugar a transacciones como las de Citibank y Travelers, Chrysler y Daimler Benz, Exxon y Mobil, AOL y Time Warner, entre otras. Para tener una idea del boom de fusiones en esta etapa, de US\$342 billones en transacciones en 1992 se pasaron a US\$3.3 trillones en el mundo en el 2000. Sin embargo, la caída de la bolsa en el 2000 impactó la actividad de fusiones y adquisiciones.

La sexta oleada de fusiones se da en el año 2006 en la que el número de fusiones en los Estados Unidos y en el mundo, alcanzó grandes cifras (3.4 trillones al final del 2006). Este crecimiento en la actividad es atribuido principalmente a las exigencias de la globalización y a los programas de los gobiernos dirigidos a incentivar la concentración empresarial. Asimismo, el incremento en el precio de los commodities, el financiamiento a bajo interés y el tremendo crecimiento de fondos de private equity. A nivel mundial, esta oleada de fusiones y adquisiciones disminuyó drásticamente hacia el 2009 producto de la llamada crisis de las hipotecas subprime desatada en el 2008 en los 31 Estados Unidos de América y que repercutió en el mundo entero. Cabe destacar, sin embargo, que si bien el número de fusiones y adquisiciones disminuyó a nivel mundial, en Latinoamérica ha incrementado considerablemente desde el 2009 (ver cuadro abajo) debido a que los inversionistas extranjeros voltearon la mirada a países emergentes con muestras de estabilidad económica para dirigir sus inversiones. (Israel LLave, 2012, pp. 30-31)(sic)

### **2.1.2. Definición**

Los procesos de fusiones y adquisiciones se pueden definir como los procesos por los cuales se analiza, se negocia y se cierra la adquisición de las acciones o de los activos del target. Como consecuencia de dicha adquisición de acciones, en algunos casos se fusionan las empresas. No siempre se da una fusión.

Como se menciona, las adquisiciones pueden ser de acciones o de activos. Por las adquisiciones de acciones, la adquirente compra la compañía en su totalidad o una parte de ella, cuando se dan compras por un paquete de acciones menor al 100%. En cambio, con las adquisiciones de activos no compras acciones, ni la compañía, solo un activo de ella. Por ejemplo, en el sector de los corredores de seguros, es común que en vez de que un corredor compre otro corredor compre la cartera de clientes. Si el adquirente sólo

compra la cartera de clientes, el riesgo es mucho menor, con lo cual la transacción es más rápida, y el alcance del DD puede ser mucho más limitado.

Sobre el particular, (Espinosa Reboa & Trelles de Belaunde, 2015) comentan lo siguiente:

La venta de acciones de una compañía implica que el adquirente asumirá todo lo que comprende a la compañía; no sólo los activos y pasivos de la misma, sino también todas las relaciones jurídicas, así como sus trabajadores, relaciones comerciales, posición en el mercado y todo lo que abarca el negocio de la compañía. Por su parte, la compra de activos supone la adquisición de un negocio vía transferencia de los activos, y en algunos casos pasivos; y relaciones jurídicas, vinculados al mismo. Esto podría implicar, por ejemplo, la transferencia del terreno donde se encuentra la fábrica y la maquinaria instalada en la misma, la cesión de las cuentas por cobrar comerciales vinculadas al negocio, la cesión de posición contractual de todos los contratos con los proveedores y clientes, y la transferencia de los trabajadores dedicados a la fábrica. (p. 30)

Por su parte, las fusiones pueden ser por absorción o por incorporación. De acuerdo con la Ley General de Sociedades, las fusiones pueden ser:

#### Artículo 344.- Concepto y formas de fusión

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:

1. 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,
2. 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. (Ley Nro. 26887, 1997)

Siguiendo con el ejemplo de los corredores de seguros, si un corredor de seguros por ejemplo compra un corredor de seguros en vez de la cartera, es muy probable que el corredor adquirente absorba mediante una fusión al corredor adquirido ya que el adquirente no va a querer tener dos corredores por eficiencias y porque regulatoriamente se encuentra prohibido que los socios, accionistas, directores y los gerentes de una persona jurídica nacional o extranjera inscrita en el Registro, lo sea en otra persona jurídica de la misma naturaleza. Por lo que hay sectores en los que hay más probabilidades que haya una fusión luego de la adquisición del target que en otros.

### **2.1.3. Motivos y/o razones**

Cuando pensamos en procesos de fusiones y adquisiciones, o llamadas en inglés por sus siglas M&A, se nos vienen muchas ideas a la mente, como las grandes compras de empresas peruanas como E.Wong, Mi Banco, Mi Farma, entre otras. Estos procesos a los que hacemos referencia no son otra cosa que estrategias que utilizan las empresas para lograr un crecimiento, generalmente, una de las razones más importantes por las cuales se dan este tipo de operaciones es para generar sinergias entre dos o más empresas. Las sinergias se pueden lograr entre empresas del mismo sector o rubro, como de distintos sectores.

Otra razón para realizar un M&A es con el fin de lograr un crecimiento en el mercado más rápido, ya que, al comprar la empresa, se adquiere también los activos, el conocimiento que tiene en el mercado que se desarrolló, la cartera de clientes, licencias de funcionamiento, entre otros, lo que te permitirá un crecimiento en un periodo más corto. Por eso, hay personas que, en vez de crear su empresa, compran una que ya se encuentra operando en el mercado. Y hay otro grupo de empresas que quiere crecer rápidamente por lo que toman la decisión de comprar otras empresas de su mismo rubro a fin de obtener el esperado crecimiento.

También hay un M&A que tiene como objetivo que la adquirente logre tener una posición de dominio en un determinado mercado que por sí sola no tiene. La posición de dominio puede ser atractiva para algunos actores del mercado, no para todos necesariamente, pero es un motivo por el cual también se compran empresas.

Adicionalmente, muchos M&A se dan en tiempos de incertidumbre, con un panorama político y económico complejo, pues los inversionistas pueden ver esa

coyuntura como una oportunidad. Por ejemplo, en tiempos como los de hoy, donde el mundo enfrenta una pandemia<sup>1</sup>, y muchas empresas están en crisis, una empresa con mayor respaldo financiero podría considerar que es una buena oportunidad para adquirir otras empresas que sus accionistas se ven en necesidad de vender a fin de sobrevivir.

Asimismo, se ha visto que grupos empresariales importantes en el país realizan adquisiciones a fin de diversificar su riesgo teniendo negocios de distintos rubros. Por ejemplo, su negocio principal puede ser del rubro financiero, pero también tienen en su grupo, negocios de comida, seguros, entre otros. Las adquisiciones que realizan les permiten entrar a nuevos mercados que son atractivos para ellos también.

Adicionalmente, una adquisición también puede darse porque el adquirente considera que el target tiene mucho potencial a futuro y que con sus recursos puede volverla una empresa mucho más grande rápidamente ya que la idea de negocio es novedosa e innovadora. Por ejemplo, cuando un grupo empresarial importante decide comprar un negocio de emprendedores que apostaron por una idea ingeniosa.

Finalmente, es interesante mencionar lo que indica (Jimenez Herrera, 2007) respecto a los motivos que tienen los dueños de una compañía para vender:

- a) el deseo de retirarse;
- b) adversidades del negocio;
- c) falta de capital para crecer;
- d) problemas de edad o salud;
- e) conflictos irreconciliables con los accionistas;
- d) falta de sucesores;
- g) incapacidad para competir;
- h) inadecuado sistema de distribución;
- i) pérdida de personal o clientes claves;

---

<sup>1</sup> Se hace referencia a la pandemia causada como consecuencia del brote del COVID-19, la cual ha afectado en distintas formas a todo el mundo, habiéndose provocado una crisis sanitaria. Perú no ha sido ajeno a la pandemia, siendo uno de los países más afectados en vista al colapso de su sistema de salud y al impacto en la economía. Se dice que el brote empezó en China (Wuhan) en diciembre 2019. En el Perú, su Presidente anunció el primer caso de COVID-19 el 6 de marzo de 2020 y recién se empezaron a tomar medidas drásticas al respecto, el 15 de marzo de 2020, con el Decreto Supremo Nro. 044-2020-PCM y sus diferentes modificatorias que declaró Estado de Emergencia Nacional, así como el aislamiento social hasta el 30 de junio de 2020.

- j) el precio por recibir es mayor que el valor presente por ellos:
- k) “estrés” financiero (es decir, el uso de capital de trabajo para financiar pérdidas, lo cual implica una reducción de la rentabilidad de la operación);
- l) fortalecimiento de la cadena de valor hacia adelante o hacia atrás, lo que debilita su posición estratégica. (p. 38)

Como se puede observar los motivos y/o razones de un M&A pueden ser muchos y por ello es que cada M&A es distinto uno del otro. Pueden tener aspectos similares pero cada uno será distinto porque detrás de un proceso como estos existen actores distintos, diferentes estrategias de negociación y ahí radica la magia de estos procesos.

#### **2.1.4. Etapas**

“Un proceso de M&A están divididas en cinco (5) etapas: (i) etapa preliminar; (ii) *due diligence*; (iii) negociación; (iv) cierre; y, (v) integración post-adquisición.” (Arata Delgado & Cáceres Ghisilieri, 2019, p. 113).

Si bien los autores citados señalan que son cinco etapas, consideramos que existe una etapa adicional, esta es el “planeamiento”.

A continuación, se comentará cada una de ellas:

(i) Etapa de planeamiento:

En esta etapa, luego que el potencial adquirente toma la decisión de adquirir una compañía hace un planeamiento respecto qué tipo de empresa desea comprar, el rubro, cuánto desea invertir, entre otros aspectos a analizar antes de iniciar cualquier conversación.

Por ejemplo, si un corredor de seguros toma la decisión de comprar otro corredor de seguros, diseñará un plan a seguir antes de iniciar conversaciones con los posibles targets. Por ejemplo, en dicho plan luego de definir de qué tamaño es el corredor que quisieran adquirir, se definirán tareas como, por ejemplo, analizar financieramente a los posibles targets con la información pública que se encuentre para así definir un plan respecto con qué corredor tener un primer acercamiento.

(ii) Etapa preliminar:

En esta etapa inician las conversaciones entre el potencial adquirente y transferente. Si dichas conversaciones son satisfactorias, se firma un acuerdo de confidencialidad, una carta de intención o una hoja de términos y condiciones no vinculantes y cualquier otro documento que las partes convengan.

Un acuerdo de confidencialidad contiene principalmente las responsabilidades que tiene el potencial adquirente al recibir la información del target y una carta de intención o hoja de términos y condiciones no vinculantes establece las condiciones iniciales por las cuales la transacción se llevaría a cabo, con cargo a que estos pueden cambiar dependiendo del resultado del DD.

Los temas cubiertos por el acuerdo de confidencialidad incluyen, entre otros, la definición de la información que se considerará confidencial (esta definición es generalmente amplia y cubre todo tipo de información suministrada, independientemente de la forma en que sea suministrada), las personas que tendrán acceso a la información (usualmente los empleados del comprador y los asesores legales, financieros y contables del comprador en la medida que necesiten revisar dicha información), las excepciones a la obligación de confidencialidad (información que ya es pública, información requerida por autoridades gubernamentales conforme a la ley, información obtenida de terceros sin violación del acuerdo de confidencialidad), el periodo de vigencia del acuerdo y la obligación de restituir o destruir la documentación confidencial en caso que la operación no se ejecute. Los acuerdos de confidencialidad generalmente aclaran que su firma no genera obligación de las partes de llegar a un acuerdo sobre la adquisición. ... (Italiani & Serra Freire, 2015, pp.171-172)

Las cartas de intención o hoja de términos y condiciones no vinculantes, establece el precio inicial de compra según una valorización inicial realizada por el potencial adquirente, la forma de pago, las condiciones iniciales para que la transacción se cierre, la fecha estimada de cierre de la transacción, entre otros. Generalmente se establece en dicho documento exclusividad mientras que dure el proceso, salvo que sea un proceso donde participen varios potenciales adquirentes. Si no se ha firmado un acuerdo de confidencialidad previo, en este documento se puede pactar confidencialidad también.

(iii) Due diligence:



El DD es un proceso por el cual se hace una revisión del target. Para ello, se contratan especialistas para que revisen los aspectos legales y financieros de esta. No se profundizará en este punto, dado que más adelante, se desarrollará.

(iv) Negociación:

Es la etapa dónde las partes negocian los términos de la transacción, el precio y los términos del contrato. Para los asesores, la negociación es la etapa más difícil y fascinante. En esta etapa las partes con sus asesores toman las decisiones más importantes ya que tendrán a veces que ceder sobre algunos aspectos y asumir ciertos riesgos en algunos casos si el entorno y las características de la transacción lo requieren. En esta etapa se negociarán diferentes cláusulas, donde las partes se asignarán riesgos, las mismas que se traducirán en las cláusulas de declaraciones y garantías y las cláusulas SB y ASB que revisaremos más adelante a profundidad.

(v) Cierre:

El cierre de una transacción se da con la firma del contrato de compraventa, y con los demás documentos legales que las partes hayan determinado suscribir. En algunas transacciones se puede dar el cierre, pero con efectos suspendidos hasta que ocurra un suceso, por ejemplo, una autorización si se trata de una empresa regulada.

(vi) Integración post-adquisición:

Después de la adquisición, viene la etapa de integrar el target con sus nuevos dueños, a la nueva cultura, procedimientos, políticas que los nuevos dueños tengan. Al comienzo puede ser un poco difícil esta etapa, pero con el tiempo la integración es la oportunidad de crear los cimientos para que todos los motivos por los cuales el adquirente compró el target se concreten. Requiere de mucho esfuerzo, pero valdrá la pena.

### **2.1.5. Formas**

Los procesos de adquisiciones pueden ser de distintas formas. Pueden ser horizontales, verticales y conglomerada.

A continuación, una descripción de cada una de ellas:

- a. Adquisiciones Horizontales: estas adquisiciones ocurren cuando el Comprador y el Vendedor son competidores de una misma industria.

- b. Adquisiciones Verticales: estas adquisiciones ocurren cuando el Comprador y el Vendedor operan en una misma industria, pero en diferentes etapas del proceso productivo. El Comprador puede estar por encima del Vendedor en la cadena de producción o viceversa.
- c. Adquisición Conglomerada: estas adquisiciones ocurren cuando el Comprador y el Vendedor no operan en una misma industria ni tienen relación en la cadena de producción. Estas transacciones posiblemente ocurran cuando el Comprador decide diversificar sus inversiones y entrar en una determinada industria mediante la adquisición del Target.

Por otro lado, las adquisiciones pueden ser complementarias o suplementarias. Son **complementarias** cuando la adquisición del Target coadyuva al Comprador a compensar alguna debilidad o deficiencia que actualmente posee. Por otro lado, las **adquisiciones suplementarias** son cuando el Comprador desea reforzar una fortaleza que ya tiene previo a la adquisición del Target. (Arata Delgado & Cáceres Ghisilieri, 2019, pp.111-112)

A fin de completar lo expuesto en las líneas precedentes, las adquisiciones horizontales se llevarán a cabo cuando el adquirente compra una empresa del mismo sector, teniendo como objetivo el adquirente la búsqueda principalmente de un crecimiento acelerado a fin de ser más grande en dicha industria en específico y ser un competidor más agresivo. Por ejemplo, cuando un corredor de seguros compra otro corredor de seguros, lo que busca es tener un mejor posicionamiento en el mercado.

Ahora bien, en el caso de las adquisiciones verticales, la forma es distinta ya que las partes son de la misma industria, pero no son competidores, sino que se complementan. Por ejemplo, podría ser el caso de un adquirente que se dedique a la fabricación de bebidas gaseosas y compre a una empresa embotelladora que se dedique a hacer las botellas que el adquirente necesita. Quizás hasta antes de la adquisición esta empresa pudo ser su proveedor de botellas. Para una empresa fabricante de bebidas gaseosas, las botellas son de los insumos principales, y siendo esa industria tan competitiva, comprando la embotelladora va a poder asegurarse siempre contar con botellas y realizar ahorros.

Existen diferentes modalidades de integración vertical:

- En la **integración vertical “hacia atrás”**, la compañía crea subsidiarias que producen algunos de los materiales utilizados en la fabricación de sus productos.

Por ejemplo, una compañía automovilística puede poseer una empresa de neumáticos, una de vidrio y una de metal. El control de estas subsidiarias se justifica para crear un suministro estable de materiales y asegurar una calidad constante en el producto final.

- En la **integración vertical “hacia delante”**, la compañía establece subsidiarias que distribuyen o venden productos tanto para los consumidores como para su propio consumo. Como ejemplo, sería un estudio de cine que poseyera una cadena de teatros donde proyectar sus películas.
- En la **integración vertical “compensada”**, la empresa establece subsidiarias que le suministran materiales a la vez que distribuyen los productos fabricados. (JL Casajuana Abogados , 2017, Párr.11, 12, 13)

En el caso de la adquisición conglomerada por el contrario se trata de un proceso en el cuál las empresas son de distintos sectores, rubros. Como señalamos en el punto de las razones por las cuales se dan los M&A, en esta forma de adquisición lo que se busca principalmente es ingresar a nuevos mercados, diversificar el riesgo si estas en otros rubros y no quieres concentrarte sólo en uno por si ese rubro se ve afectado en algún momento.

## **2.2. Buena fe, un principio rector en los procesos de fusiones y adquisiciones**

Podríamos definir la buena fe como el actuar correctamente, el ser justo, es ser honesto, el no querer hacerle daño al otro. En un mundo ideal todas las personas actuarían con buena fe, sin embargo, lamentablemente esto no siempre se da, pues no todas las personas actúan con buena fe.

En esa línea, se puede indicar que la buena fe es un principio presente en la vida de las personas, en sus relaciones en general, y ha sido incorporado en el mundo jurídico peruano al haberse incluido en el Código Civil, por lo que debe ser cumplido.

La buena fe es una institución jurídica que desarrolla unos cánones de comportamiento exigibles a todos los sujetos inmersos en situaciones con relevancia jurídica, lo cual es importante en la medida que se establece una regla de conducta general que permite regular, ya sea de forma expresa o tácita, aquello que se entiende contrario a la honestidad, lealtad y corrección. La extensa labor que abarca esta figura permite evidenciar que su campo de aplicación es amplio

y robusto, de ahí que la buena fe se matice de diferentes formas dentro de los ordenamientos jurídicos que se inclinan a reconocerla. (Cely León, 2017, Párr.1)

Asimismo, es importante revisar la función de la buena fe en la historia:

La función de la buena fe en el Derecho Romano, afirma Ihering, era la de "conservación" y "extensión" del Derecho. Por este principio los romanos conservan la ley e incluso llegan a soportar el rigor de una ley que se hubiera vuelto repugnante para su misma forma de vida.

Para Gómez Acebo frente a la ausencia o inadaptación de la norma jurídica, la buena fe romana produce el reenvío a la norma moral; ante el desfase entre el derecho vigente, aferrado al formalismo y las nuevas contingencias históricas, la buena fe da una solución acorde con la moral y las necesidades presentes. Por este conducto la ética abre una brecha en la técnica, y lo convenido debe respetarse al margen del formalismo, ello en los últimos tiempos del Derecho Romano.

Con los Germanos a la inversa de lo acontecido entre los romanos, la buena fe se pone al servicio del formalismo: la encontramos en la Faida o derecho de venganza y en la fides Facere, apoyando el cumplimiento del contrato formal. Afirma Gómez Acebo que también el Derecho Canónico en la Edad Media cambia de enfoque, para contaminarse de matices lógicos y de conciencia.

Posteriormente, en el siglo XIX, algunos códigos civiles incorporarían definitivamente la figura de la buena fe; tal fue el caso del artículo 1134 del Código Civil Francés. Que no sólo puso de resalto la autonomía de la voluntad - libertad de contratos o no, de elegir con quién y sobre qué-, la fuerza vinculatoria o de cumplimiento que emana del contrato, sino también la obligatoriedad de cumplir las convenciones de buena fe. (Novak Talavera, 1997, pp.126-127)(sic)

De conformidad con lo indicado en el artículo 1362° del Código Civil Peruano, “los contratos deben negociarse, celebrarse y ejecutarse según las reglas de la buena fe y común intención de las partes”. (Decreto Legislativo Nro. 295, 1984)

Como podemos observar, la buena fe debe estar presente tanto en la etapa precontractual como en la etapa contractual, ya que el legislador menciona que desde la negociación se debe actuar según la buena fe. Este es un principio del cual los actores que participan en la negociación, celebración y ejecución del contrato no pueden prescindir por su propia voluntad. De acuerdo con el artículo 168° del Código Civil Peruano, los contratos no deberán pactar en contrario a la buena fe ya que ello permitiría

que las partes actuaran de mala fe lo que no daría ninguna seguridad jurídica ni protección a los contratantes.

La doctrina uniformemente considera que la buena fe, en sentido jurídico, se ha incorporado al derecho en dos sentidos: uno subjetivo, y otro objetivo.

En sentido *subjetivo* la buena fe se refiere a la intención con que obran las personas o la creencia con que lo hacen, por lo cual se le llama *buena fe - creencia*. Y en sentido *objetivo*, la buena fe actúa como regla de conducta, es un estándar jurídico que orienta la actuación ideal del sujeto, lo que determina que se le denomine *buena fe - lealtad*. (Soto Coaguila, 2003, p. 559)

Adicionalmente, según Nery Junior & De Andrade, la buena fe objetiva exige:

...La actuación de la buena fe objetiva exige que el comportamiento del titular de un derecho sea siempre lo más limpio posible o, transparente; que ese comportamiento solo pueda causar a la otra parte una expectativa de derecho que, efectivamente, le será garantizado. No puede el titular de ese derecho hacer creer a la otra parte, con quien contrata, algo que por cualquier razón no será lo que mañana le exigirá. (Como se citó en Varsi Rospigliosi, 2019, Párr. 2)

En los SPA la buena fe que se debe exigir a las partes es la buena fe en el sentido objetivo ya que no basta tener una buena intención, o la creencia que haces lo correcto. En un contrato tan complejo como el de este tipo debe primar la buena fe objetiva a fin de que oriente a las partes a actuar correctamente, de forma honesta, transparente, pero como una regla de conducta que se debe seguir.

### **2.2.1. Buena fe precontractual**

Como hemos mencionado un adquirente no compra una empresa con el objetivo de luego del cierre tener un conflicto con su contraparte, sino que las razones y motivos son de otra índole como ya han sido desarrollados en el punto precedente. Y en esa línea, las partes también presumen que se actuará de buena fe. Debido a que, si uno inicia conversaciones dudando de su contraparte, será mejor que no las inicien porque habrá muchas dilaciones en la etapa de negociación. No se puede iniciar ninguna relación si existe desconfianza, por ello es tan importante y trascendente actuar y mostrar buena fe.

...Dentro de las obligaciones que el principio de la buena fe crea para la etapa precontractual, están los denominados deberes de protección, que incluyen

obligaciones de información y aclaración hacia la otra parte durante las tratativas. En particular, el deber de actuar de buena fe crea la obligación de revelar durante la etapa precontractual, información material que la parte vendedora conoce que resulta relevante para la decisión de comprador de celebrar el contrato. ... (Payet Puccio, 2015, p.112)

Por ejemplo, si el potencial transferente conoce que la empresa tiene una contingencia de índole tributaria material, que el transferente actué de buena fe implicaría que se la revele al potencial adquirente para que él junto a sus asesores la evalúen. No actuar de buena fe, sería si el potencial transferente hace todo lo posible para ocultarle al potencial adquirente dicha información a sabiendas de la trascendencia que dicha contingencia tiene.

### **2.2.2. Buena fe contractual**

Como hemos mencionado, los contratos no son ajenos a la buena fe. Es un principio básico.

Al haberse incluido en el Código Civil, el legislador ha querido que sea una obligación legal actuar según las reglas de buena fe en todas las etapas del contrato. Por ello es que se debe exigir la buena fe en las relaciones contractuales. Es lo mínimo que se le debe demandar a las partes que celebran un contrato. El que una parte sepa que su contraparte en un contrato debe actuar según las reglas de la buena fe le otorga seguridad. Si bien igual los asesores de las partes no van a confiar ciegamente en la buena fe de la contraparte, lo cierto es que la existencia de este artículo en el Código Civil da protección.

Sobre el particular, el doctor (De Trazegnies Granda, 2005) ha comentado lo siguiente:

La buena fe es así un espíritu que forma, interpreta, ejecuta y, en general, anima toda la relación contractual. Esta buena fe resulta indispensable para el funcionamiento normal de una sociedad de mercado, no basada necesariamente en valores éticos o religiosos trascendentales sino en la claridad y transparencia de la expresión y del comportamiento. Sin ella, los agentes jurídico-económicos no puedan calcular las consecuencias de sus actos porque el co-contratante de mala fe puede desajustar el acuerdo con cualquier pretexto. Y esto implica que, frente a tal actitud deshonesto, un contratante de buena fe no puede asumir

obligaciones responsables con los correspondientes derechos definidos de manera recta, decente. (p. 37)

Al respecto el doctor (Osterling Parodi, 2007) ha señalado lo siguiente:

Nuestro común amigo e ilustre jurista Manuel de la Puente, comentando las reglas de la buena fe que deben presidir la ejecución de los contratos, expresa que el “deber de ejecutar de buena fe tiene como contenido esencial el que se actúe lealmente a fin de que las prestaciones a cargo de una parte se cumplan de la manera que resulte más beneficiosas para la contraparte, aunque, desde luego, ello no imponga a la parte sacrificios desmedidos. Se crea así entre deudor y acreedor un deber de colaboración mutua para alcanzar la finalidad buscada de la manera que convenga mejor a los recíprocos intereses de ambos, sin desnaturalizar, desde luego, lo estipulado en el contrato”. (p. 5)

Qué acertado resulta lo señalado en la cita anterior al mencionarse que la buena fe crea un “deber de colaboración” con el fin de que las partes consigan el objetivo que estaban buscando con la celebración del contrato. De lo que se trata finalmente es que las partes logren el propósito que los llevó a celebrar el contrato y no verse sometidas a futuras controversias desgastantes.

## **2.3. Due diligence legal**

### **2.3.1. Concepto de due diligence legal y su finalidad**

En las operaciones de “M&A” se ha convertido en una práctica generalizada, por no decir un requisito indispensable, que los adquirentes realicen el llamado DD, que como habíamos adelantado en la introducción, es un término anglosajón que podría ser traducido a nuestro idioma como la “debida diligencia”, el cual encierra principalmente dos obligaciones. Por un lado, la obligación del adquirente de revisar la información del target y por el otro la obligación del transferente de brindarle al adquirente toda la información del target que le solicite. Como resultado de este, el adquirente tomará la decisión de realizar o no la inversión en dicho target.

El señor Mario García en su tesis para obtener el grado de Magister en Derecho de empresa y los negocios, nos narra el origen del DD:

...Su controvertido origen en la US Securities Act de 1933, lleva a considerar que la Due Dilligence debe actuar como medida de prudencia o actividad que, de común, es exigible, y ordinariamente realizada, por todo hombre de negocios prudente, y bajo determinadas circunstancias, cuyo contenido variará según las condiciones del caso concreto. ...(García Miró, 2015, p. 8)

Este procedimiento se practica en forma previa a la suscripción del contrato de compraventa de acciones, luego que las partes han suscrito la carta de intención, hoja de términos y condiciones no vinculante o el documento que se firme para iniciar las tratativas de negociación. Este proceso tiene como finalidad, como su mismo nombre lo indica, recabar en forma diligente la mayor información sobre el target, ya sea información pública o la otorgada por el mismo transferente, para que el potencial adquirente pueda adquirir el mayor conocimiento para analizar, detectar, cuantificar y evaluar los riesgos del target, así como realizar proyecciones de todas las materias y confirmar la viabilidad de la operación, mitigar o reducir riesgos o contingencias, identificar sinergias, detectar puntos clave para ser negociados en el contrato de compraventa y por ende, tomar la decisión de invertir o no en el mismo.

Ahora bien, el DD tiene una importancia particular, ya que éste permite:

...obtener información sobre los distintos aspectos legales de la sociedad objeto y de comprender los distintos factores que deben considerarse en el momento de la compraventa o inversión correspondiente. Entre ellos, el ejercicio del due diligence permitirá comprobar aquellas asunciones hechas por el comprador o acordadas con el vendedor en relación con la sociedad objeto, tales como cancelaciones de contratos con clientes, por ejemplo; comprobar compromisos adquiridos por la sociedad que podrían verse afectados; evaluar la sociedad objetivo; comprobar la operatividad de la sociedad objeto; y valorar la necesidad de prever indemnizaciones para casos concretos. (Hallet Charro, 2004, p.147)

En síntesis, el DD permite al adquirente no sólo detectar las contingencias que puedan afectar al target, sino también identificar los riesgos y las oportunidades que tiene el negocio. No obstante, ante la identificación de contingencias, las partes tendrán que adecuar el contrato de compraventa del target generando una negociación respecto a aspectos como el precio, las garantías que tendrá que otorgar el transferente, el tiempo que estarán vigentes dichas garantías, entre otras. Sobre el particular, podemos apreciar el importante valor que tiene el DD respecto al contrato de compraventa.



Asimismo, podemos advertir que el procedimiento de DD, como tal, no se encuentra regulado en alguna norma legal en el Perú. La forma como se lleva a cabo dependerá de cada operación en concreto y de los intereses del adquirente.

Por todo lo expuesto anteriormente, consideramos que el DD termina siendo uno de los pasos claves y necesarios dentro del proceso de M&A, debido a que ayuda a reducir el riesgo de la operación, otorgando al adquirente información relevante para que continúe o no con el M&A. No obstante, “este supuesto seguro” no garantiza al adquirente el cien por ciento la ausencia de anomalías ni el éxito a la transacción.

Sobre el particular, el jurista argentino (Jimenez Herrera, 2007) nos dice:

...Si bien el procedimiento no debe encararse con el objetivo de encontrar una causal que justifique la ruptura del negocio, tampoco se trata de una mera etapa formal; sino que constituye un trabajo a conciencia que permitirá establecer si aquellos factores que hacen económicamente interesante el negocio son reales o ilusorios. Podría decirse que para el adquirente constituye una “póliza de seguro” sobre la transacción. (p. 131)

Asimismo, según el doctor (Payet Puccio, 2009) el DD añade:

...que el comprador pueda adquirir una cierta seguridad de que la realidad de la empresa objeto de la compra es acorde con las expectativas que tiene. La seguridad, por supuesto, no es absoluta, porque por un lado es probable (y de hecho frecuente) que el acceso a la información por parte del comprador durante el due diligence no sea total (por ejemplo, el vendedor podría querer mantener la confidencialidad de cierta información especialmente sensible) y que los plazos para la revisión sean más cortos que lo que el vendedor considere necesario. Por otro lado, siempre existe la posibilidad de un error humano que impida detectar una contingencia o un problema durante la revisión. (p.84)

No nos cabe la menor duda de los beneficios que conlleva la ejecución de un DD para el adquirente, por eso resulta poco común que no se realice, a pesar de ser muchas veces costoso, demandante en tiempo y esfuerzo por parte de los involucrados. Sin embargo, si bien podría ser costoso ese desembolso de dinero luego se verá redituado como un ahorro a largo plazo, pues el adquirente con el informe que obtenga podrá negociar el precio del target y evitar futuras controversias.

### 2.3.2 Alcances del due diligence legal

En principio, se puede considerar que el posible adquirente se encuentra en una posición de desventaja natural sobre el transferente, debido a la asimetría informativa en la que se encuentra respecto del target. Es por esa razón, que el adquirente deberá intentar compensar esa posición de desventaja en la que se encuentra y considerar en efectuar un DD lo más profundo posible y tratar de utilizar dicha información en mejorar los términos de la transacción.

El alcance del DD dependerá de una serie de factores que tomará en cuenta el potencial adquirente juntamente con sus asesores, siendo estos: el tipo de operación, la antigüedad y el tamaño del target, las necesidades, el interés, el tiempo y la profundidad de la revisión de la información. Evidentemente, el DD no puede abarcar todos los asuntos del target, por eso se hará un muestreo de los temas que se vayan a revisar que específicamente comprenden temas societarios, contractuales, laborales, permisos y autorizaciones, bienes, litigios, poderes, tributarios, seguros, propiedad intelectual e industrial, aspectos relativos al derecho administrativo. Debemos señalar, que el DD es muy flexible y que termina siendo un traje a la medida, el cual dependerá única y exclusivamente de la decisión que tome el adquirente respecto a cómo desea que sea este.

Sobre el particular, los autores (Tejada Alvarez, y otros, 2011) manifiestan:

También será importante en la determinación del alcance de la *due diligence* conocer la etapa en la que está la Operación, el conocimiento que el Cliente ya tenga del negocio y del *Target* y el presupuesto disponible para contratar el trabajo. Así, por ejemplo, si la Operación está en una etapa incipiente o si el Cliente ya hubiese sido cliente o proveedor principal del *Target* y por lo tanto, aquél hubiera adquirido ya un conocimiento del negocio y del *Target*, o si el Cliente y el abogado podrían acordar establecer un trabajo de *due diligence* con un alcance limitado (...) Otro caso sería en cuanto al tiempo materia de revisión (por ejemplo se revisan sólo asuntos que hayan tenido lugar los dos últimos años: los contratos suscritos los dos últimos años, la planilla y los demás asuntos laborales correspondientes a los dos últimos años, de modo que solo se ampliaría el alcance si en estos años se encuentran contingencias). (p. 214)

En línea con lo comentado anteriormente, el alcance del DD debería ser más basto si el potencial adquirente no tiene conocimiento, a fin de tener un conocimiento lo más profundo posible.

Es necesario resaltar, que de acuerdo al alcance que tenga el DD y la facilidad con la que el transferente proporcione la información al adquirente, servirá para que el adquirente vaya esbozando su estrategia de negociación e identifique la protección jurídica que deberá plasmar en el contrato como la imposición de las cláusulas de declaraciones y garantías, a efecto de obtener una indemnización ante cualquier potencial contingencia que pueda suscitarse, así como también la inclusión de la cláusula SB. No obstante, el transferente valorará también que entre más exhaustivo sea el DD se generará una reducción de las manifestaciones y garantías. Por lo que, en esta etapa, donde habrá un flujo importante de información, el adquirente tendrá que tomar una decisión, pues entre más información obtenga menos protección podrá tener ya que no podrá indicar luego que no conocía la información.

Sobre lo anterior, la autora (Hallet Charro, 2004) advierte:

Debe tenerse en cuenta, al adoptar esta decisión, que cualquier información que el vendedor facilite terminará normalmente formando parte de las distintas manifestaciones y garantías otorgadas por el vendedor o de las excepciones que se incluyen con respecto de las mismas, y si bien ello puede ayudar a negociar un mejor precio u otros términos del contrato, no siempre es así. En suma, el comprador tendrá un dilema, dado que una mayor investigación puede asimismo suponer una menor protección para el mismo. Al considerar el mismo, el primer punto será conocer si el comprador prefiere una mayor certeza y reducción de riesgos sabiendo a priori lo que adquiere o si prefiere aceptar la posibilidad de protegerse por medio de las manifestaciones y garantías y reclamar bajo las mismas. (p. 172)

Como hemos expuesto, si bien existe una decisión que deberá tomar el posible adquirente con sus asesores legales sobre el alcance del DD, también es cierto como mencionamos en la introducción que ningún inversor está buscando comprar el target para luego iniciar acciones legales para hacer valer las garantías efectuadas por el transferente. Por lo que el alcance ya será parte de la estrategia que tengan los asesores del adquirente.

### **2.3.3. Efectos del due diligence**

Luego de realizar el DD del target, lo que corresponde es que los especialistas que lo hayan realizado emitan un informe en el cual detallen la información más importante, por

ejemplo, las contingencias legales que se encontraron, los pasivos ocultos, los activos inexistentes, los financiamientos del target que contengan cláusulas de cambio de control, entre otros aspectos.

Este informe es analizado por quien encargó realizar el DD a fin de determinar qué es lo que resulta importante negociar con la otra parte a fin de ajustar el precio pactado o establecer algún mecanismo de garantía para que de ocurrir un daño el adquirente puede verse indemnizado por el transferente.

Por los efectos enunciados que tiene el DD es de vital importancia que sea realizado por los mejores profesionales ya que el resultado de este permitirá al interesado en el target realizar una transacción con las menores contingencias posibles.

Al respecto, (Treviño, 2012), ha afirmado lo siguiente:

Especialmente en procesos como un *due diligence* y el subsecuente proceso de fusión o adquisición, el contar con equipos capacitados son determinantes y muchas veces marcan la diferencia entre el éxito o el fracaso de una transacción en particular, o de un negocio al paso del tiempo. (p.2)

Por otro lado, el conocimiento que el adquirente o interesado en el target adquiere en el DD puede afectar su derecho a reclamar bajo una garantía. Sobre el particular, (Hallet Charro, 2004) ha afirmado lo siguiente:

...el derecho del comprador a reclamar bajo una garantía o representación puede verse afectado por su conocimiento en relación con el aspecto en cuestión resultante del ejercicio de *due diligence*. Lo cierto es que el conocimiento de un determinado aspecto, aunque no resulte claramente de las garantías y representaciones, pero se pueda inducir de las mismas o probar de alguna forma por parte del vendedor, puede ser un obstáculo esencial en el momento de obtener la correspondiente indemnización con base a dicha garantía o representación en cuestión. (p.152)

En línea con lo señalado por el autor citado, la situación de asimetría de información en la que se encuentra el adquirente al inicio de las negociaciones va cambiando en el transcurso de todo el proceso de DD que como hemos señalado puede ser en algunos casos un proceso largo y tedioso. Esa información que va adquiriendo durante el proceso, se convierte en un conocimiento que más adelante, no podrá desconocer. Más aún si el proceso se ha realizado utilizando mecanismos tecnológicos como una interfaz web y móvil, donde se sube la información que la contraparte va a

revisar quedando constancia fehaciente de la información que se consultó. Como hay información que por su magnitud no podrá ser cargada y tendrá que ser revisada en las propias oficinas, es importante que se emitan cargos ya que resulta vital que se sepa qué información se revisó sin lugar a cuestionamientos.

Por las razones expuestas y de ser abogados del transferente con el fin de reducir los riesgos a los que se puede ver expuesto el transferente, proponemos que se coloque como anexo al Contrato la relación de la información revisada por el adquirente en el proceso de DD con el detalle necesario para que nadie pueda objetar o dudar sobre la información a la que efectivamente se tuvo acceso. No obstante que se incluya el anexo señalado en el Contrato, también se deben guardar los reportes de los “data room” donde se subió la información, cargos de entrega de documentos, actas de reuniones, entre otros. Sabiendo ambas partes que se cuenta con todo esto, reducirá las posibilidades de que una de ellas no actúe de buena fe como es lo deseable y lo exigido por el Código Civil como se ha expuesto precedentemente. Ahora bien, la inclusión o no del detalle de la información prevista en el contrato de transferencia, es parte de una negociación compleja entre adquirente y transferente ya que de ser incorporada el adquirente verá reducida su posibilidad de demandar por daños con relación a la información revisada. Es decir, en este caso, de producirse un daño indemnizable, lejos de entrar a discutir el mismo entre las partes, se deberá en primer lugar ver si el daño deriva o no de la información provista por el transferente.

#### **2.3.4. El vendor due diligence**

Como hemos venido desarrollando en todo este capítulo, el DD es un procedimiento prudente que ayuda a acortar la asimetría informativa que puede existir entre el adquirente y el target. Sin embargo, el DD no es un procedimiento exclusivo para el potencial adquirente, sino que también lo puede y lo debería realizar el transferente.

El vendor DD no es otra cosa que la autoevaluación que realiza el transferente al target a fin de anticiparse a riesgos, subsanar irregularidades y contingencias, colocándolo en una posición óptima para negociar. Es pertinente destacar que mediante este procedimiento el transferente podrá conocer mejor el estado actual del target.

Hoy en día, vemos como en el mercado peruano se va instaurando cada vez más esta práctica, pues los transferentes han tomado conciencia que muchas veces saltan

contingencias que pudieron ser subsanadas en forma casi inmediata y evitar verse afectados con la reducción del precio del target. Asimismo, la asimetría informativa no sólo puede venir del adquirente, sino también del transferente que no conoce a profundidad el estado de su negocio.

Idealmente el vendor DD deberá realizarse antes de iniciar el proceso de M&A, a fin de poder tener el tiempo suficiente para detectar los problemas importantes y resolverlos en la medida que se puedan realizar, así como dándole los siguientes beneficios: (i) conocer mejor la empresa, (ii) incrementar las posibilidades de una venta exitosa, (iii) anticiparse a los cuestionamientos que le puedan hacer los posibles adquirentes, (iv) entender el alcance de los acuerdos o convenios suscritos, (iv) generar en el futuro adquirente confianza y credibilidad, entre otros.

La diferencia entre el vendor DD y el buy-side diligence radica en qué parte lo realiza. El vendor DD es iniciado y realizado por el transferente y el buy-side por el adquirente.

A continuación, se detalla los beneficios que tendría el transferente al realizar el vendor DD:

- Tiene un mejor control del proceso de venta. El vendedor tendrá toda la información en vez del comprador, y por eso tendrá un papel mejor en las negociaciones. Puede identificar y abordar todos los problemas relacionados con los activos y las prácticas de la compañía desde el principio.
- Por el hecho de resolver estos problemas muy temprano en el proceso, puede llegar a un precio de venta más alto al proporcionar un borrador de informe que revela completamente cualquier responsabilidad o riesgo importante, puede evitar que el comprador descubra algo que afectaría negativamente el precio de la venta, y también las reputaciones de la compañía y el vendedor muestra al posible comprador una visión clara del negocio antes de que comiencen las negociaciones para demostrar la compañía está lista.
- Ahorra tiempo de administración para que pueda enfocarse en dirigir el negocio y para que no le preocupe tener sorpresas reduce la cantidad de material confidencial que se divulga al comprador, lo que es importante cuando un posible comprador también puede ser un competidor potencial. (Cobo Arargoneses, 2019, Párr. 9,10,11)

Por lo tanto, el vendedor DD no sólo trae consigo la detección de contingencias por parte del transferente que evitará que puedan reducir el valor de la compañía, sino que puede contribuir una transacción más expeditiva y generar una estructura de venta más eficiente.

Un punto adicional, que debemos exponer es que si bien puede darle una serie de ventajas al transferente y es una buena práctica porque le permite tener una foto más clara del target y podrá acelerar el proceso de venta, no necesariamente el adquirente confiará en los resultados del informe que hayan realizados los abogados o asesores del transferente dado que podría no ser imparcial.

(Ledesma, 2016) establece cuándo debe realizarse el informe de vendedor diligence:

Normalmente, la realización de un informe de Vendor Due Diligence es el **proceso indicado cuando puedan existir varios potenciales compradores**, ya que permite agilizar el proceso y proporciona mayor control al vendedor (dado que evita tener que dar exclusividad a cualquiera de los compradores).

Asimismo, al facilitar un informe de Vendor Due Diligence a los potenciales compradores, el vendedor añade **mayor autenticidad y fiabilidad** a las cifras e información incorporada en el cuaderno de venta. (Párr.9 y 10)

## **2.4. Declaraciones y garantías**

### **2.4.1. Cláusulas de declaraciones y garantías**

Como hemos señalado en la introducción del trabajo, los contratos de M&A al involucrar en muchos casos inversiones extranjeras ha traído consigo muchos cambios y entre estos se encuentra la importación de figuras jurídicas del derecho anglosajón en el ámbito contractual, las cuales sin necesidad de que el legislador peruano realice un cambio normativo, los abogados las hemos venido incorporando, amparándonos en la autonomía de la voluntad consagrada en el artículo 1354° del Código Civil Peruano.

La cláusula de R&W o traducida al español como “declaraciones y garantías”, es una figura jurídica importada del Common Law, que nació específicamente en Reino Unido, la misma que nace de la práctica contractual, que obedece a la necesidad de reducir la asimetría informativa que existe entre el adquirente y el transferente en un contrato de compraventa de acciones.

Cabe mencionar que las R&W no son exclusivas de un solo tipo contractual, las encontraremos en tanto las partes deban realizar declaraciones respecto a puntos relevantes y asumir la responsabilidad de lo que señalan. Sin embargo, el presente trabajo se enfocará claramente en las R&W que se realizan en los contratos de M&A.

Los autores (Rebaza Torres & Ochoa Becerra, 2015) estipulan que:

...Existen declaraciones y garantías comunes a todo tipo de compañías, tales como las de orden financiero, tributario y laboral, así como declaraciones y garantías específicas o inherentes a determinados tipos de empresas, tales como las referidas a licencias y autorizaciones gubernamentales, aspectos medioambientales o de propiedad intelectual. (p.62)

Por lo tanto, tendremos en el contrato meras declaraciones y las declaraciones específicas en las cuales se entrará a negociar la asignación de riesgos.

Asimismo, para entender el origen de estas cláusulas el autor español (Aguayo, 2011) nos describe lo siguiente:

En el Derecho inglés se distingue entre las meras representaciones precontractuales a las que en esencia faltaría una intención contractual y que se enmarcan en la “misrepresentation” y las representaciones que se han incorporado jurídicamente al contrato como términos del mismo (“contractual terms”). La “misrepresentation” opera por esencia fuera del contrato, por mucho que para contratar se haya confiado en la manifestación luego resulta que era defectuosa. La confianza al contratar (“reliance”) es de hecho un elemento esencial en la “misrepresentation”. La incorporación al contrato de representaciones se hace normalmente (tratándose de las cláusulas de manifestaciones y garantías) como “warranties”, a diferencia de otros términos contractuales (“contractual terms”) como las “conditions” o los “innominated terms”. De ahí además la terminología inglesa sea “representations and warranties”, muy descriptiva del fenómeno de las manifestaciones de los tratos preliminares (“representation”) que se integran después contractualmente (“warranties”). (pp. 219-220)

Si bien las declaraciones y garantías que realiza el transferente son las más complejas en un contrato de compraventa de acciones, es importante mencionar que el adquirente también realiza declaraciones y garantías. Estas versan en la mayoría de los casos sobre su capacidad, la autorización que hayan obtenido para poder adquirir la



compañía, la ausencia de conflictos, la ausencia de impedimentos, el origen lícito de sus recursos, entre otros. Respecto a lo señalado anteriormente, el jurista (Jimenez Herrera, 2007) nos señala:

Por lo general, las declaraciones que efectúan los accionistas vendedores son más extensas que las que realiza el comprador, quien se limitará a expedirse sólo respecto de su correcta organización (en caso de tratarse de persona jurídica), de su capacidad legal y financiera para concretar la operación, y sobre la obtención de eventuales permisos o autorizaciones por determinados organismos administrativos o de contralor. En función de lo antes expuesto, serán los vendedores quienes asumirán un mayor riesgo por eventuales falsedades o inexactitudes. De allí su preocupación por acotar al máximo la exposición declarativa. (p.217)

Al igual, que el DD la extensión y el alcance dependerá del caso concreto, específicamente el interés que existe en la compra y las circunstancias en las que esta se desarrolla.

#### **2.4.2. Significado de los términos de declaraciones y garantías**

En nuestro país, encontrarnos con declaraciones y garantías del transferente en un contrato de compraventa de acciones es ya una práctica generalizada, la cual se ve revestida de gran importancia para el cierre del negocio. La razón de ello es que mediante estas cláusulas las partes manifiestan a favor de la otra parte ciertas afirmaciones vinculadas a la transacción con la finalidad de asegurar y hacerse responsables sobre lo afirmado. Un ejemplo usual de este tipo de cláusulas es la que realiza el transferente en favor del adquirente señalando que la empresa no cuenta con procedimientos laborales y viene cumpliendo con todas sus obligaciones tributarias a la fecha de cierre de la transacción.

Con el contrato las partes tratarán de corregir la asimetría informativa propia de la transacción, generando al adquirente seguridad sobre el target y asignando los riesgos a cada parte. Por lo que en complemento al DD que el adquirente realiza, se estipularán las cláusulas de R&W.

Para conocer el significado de estas R&W es importante definir las por separado, aunque se suelen encontrar y usar en forma conjunta como si significaran lo mismo, en

la realidad son términos distintos. A continuación, procederemos con la explicación de los términos por separado.

Las declaraciones o manifestaciones (“reps”) no son otra cosa que las declaraciones, descripción de hechos o realidades, que realiza una de las partes respecto al objeto del contrato. En el contexto de un “M&A” los reps que haga el transferente generarán que el adquirente pueda tomar la decisión de comprar el target. Cabe precisar, que dichas declaraciones deberán ser veraces y exactas.

Respecto al significado de declaraciones el autor (Gomez & Cuñado, 2013) señala lo siguiente:

El Black's Law Dictionary define las Representations and Warranties como declaraciones sobre hechos —realizadas de palabra o de obra— cuya intención es la de persuadir a alguien para que actúe de una determinada forma, generalmente, para que suscriba un contrato. También se definen como la manifestación de que un hecho, o un estado de ánimo, existen. Estas declaraciones introducen circunstancias y condiciones en un contrato que pueden afectar a su perfeccionamiento, o pueden influir en la voluntad de una de las partes para formalizarlo (enter into the contract). (Párr. 3)

Para el jurista (Piazza, 2015) la definición de representaciones es:

...las *representations* son consideradas como afirmaciones de hecho o derecho por medio de las cuales una de las partes induce a la otra a la celebración del contrato. Por lo tanto, las *representations* pueden ocurrir antes de la celebración del acuerdo pueden ser incorporadas en el propio texto contractual. (Párr.5)

Por otro lado, el término garantías asegura que la promesa relativa a los hechos o afirmaciones realizadas por la parte a quien corresponde sea cierta, exacta y completa. Así en caso ello no ocurra quien dio la declaración sea responsable de indemnizar a quien la recibió por el daño que cause su falta de veracidad, exactitud e integridad. Este término es finalmente un mecanismo de asignación de riesgos, donde la parte que hace la afirmación es quien asume el riesgo.

Para el jurista español (Carrasco Perera, 2004) la definición del término garantía es la siguiente:

...El significado de tales términos no suele ser explicado en ningún anexo o cláusula de definiciones, lo que no deja de ser notable, sobre todo respecto del

concepto “garantía”, que tiene diversos sentidos técnicos en Derecho español. “El vendedor- se dice- representa y garantiza”. Básicamente se quiere decir que el vendedor comunica al comprador una serie de circunstancias relativas a la empresa enajenada o a su entorno y que le asegura que son ciertas. La garantía versa sobre la veracidad, pero no se garantiza propiamente (mediante una garantía personal o real o una promesa independiente) la obligación que asume el vendedor de que tales declaraciones sean veraces, o que sea a su vez veraz la declaración que afirma que las restantes declaraciones son veraces. (p. 258)

Finalmente, el jurista (Boisset Tizón, 2015) las define como:

Los warranties constituyen aseveraciones de la existencia de un hecho particular. En los contratos de compraventa de acciones, el vendedor asevera al comprador la veracidad de un hecho determinado (por ejemplo: existencia de activos, vigencia de licencias). La particularidad legal es que la falsedad de la aseveración acarrea incumplimiento contractual y la consecuente responsabilidad por daños. (p. 147)

Podemos concluir que los reps son argumentaciones sobre el estado de la empresa que pueden representar circunstancias del pasado o del presente, y sin estas afirmaciones el adquirente no concretaría la compra. No obstante, los warranties respaldarán las manifestaciones inexactas, incompletas o falsas realizadas en el presente hacia el futuro, pero será por un plazo determinado en el contrato. Por lo tanto, el uso de las “R&W” se da en forma complementaria, por eso siempre se evocan en forma conjunta.

### **2.4.3. Importancia de las declaraciones y garantías en el contrato**

Desde la carta de intención hasta el cierre de la negociación se van desarrollando varias etapas en el proceso de la compraventa. Sin embargo, el momento cumbre se da en la etapa de negociación del contrato donde, por un lado, el adquirente espera que el transferente realice la mayor cantidad de declaraciones y garantías sobre el estado del target, las contingencias que ésta tiene, entre otras, con el fin de trasladar a este último la mayor cantidad de riesgos, y por otro lado, el transferente querrá que se consignent limitaciones, topes mínimos, plazos y causas de reclamos con el objetivo de atenuar su responsabilidad frente al adquirente, cumpliendo de esta forma el contrato en proteger a ambas partes.

La inclusión de esta cláusula y su contenido depende única y exclusivamente de la autonomía de las partes y se sustenta en el principio general de la buena fe, y deben ser formuladas por ambas partes en complemento a la realización del DD que el adquirente hace respecto del target.

Como hemos comentado anteriormente, una función fundamental que tienen las declaraciones y garantías es reducir la asimetría informativa que existe entre el adquirente y el transferente, así también lo remarca el Juez Arbitro Enrique Barros Bourie en una sentencia:

...Las declaraciones y garantías contractuales constituyen una práctica contractual que ha sido desarrollada particularmente en contratos de compraventa cuyo objeto son derechos o acciones en sociedades. La venta en tales casos se refiere al interés en una empresa o establecimiento de comercio, cuya precisa determinación está sujeta a asimetrías de información entre las partes. En la medida que los contratos de intercambio operan bajo el principio de que cada parte debe velar por sus propios intereses (caveat emptor) y las negociaciones bajo condiciones de asimetría imponen a cada parte el costo de proveerse de información que no posee, las declaraciones y garantías persiguen precisamente neutralizar estas asimetrías de información y mitigar los costos de transacción que experimentan las partes en una negociación de estas características. ... (Laudo arbitral Nro. 1526-2012, 2015)

En ese sentido, las declaraciones y garantías no sólo son usadas para reducir la asimetría informativa, sino que también son usadas como palancas que puede usar el adquirente con el fin obtener información del target y en caso no la obtenga o el transferente se niegue a dársela, el adquirente podrá considerar que existe una contingencia con relación a la información que pide y que no fuera entregada.

Asimismo, los juristas (Novais, y otros, 2015) añaden dos funciones o finalidades más a la de información siendo estas las siguientes:

...

- La segunda finalidad se refiere a la posibilidad de desistir del negocio por el comprador (walk away right), en el caso de que determinadas declaraciones se revelen excesivamente graves desde el punto de vista del comprador. En esta hipótesis, el comprador podría utilizar tales informaciones como argumento para desistir del negocio antes del cierre. Sin embargo, en caso de que no sea de interés

del comprador desistir del negocio, las informaciones suministradas en las referidas cláusulas podrán servir como componente para la formación del precio de compra, una vez que será posible reajustar el precio de acuerdo con las contingencias reveladas.

- El tercer objetivo, a su vez, se relaciona con el derecho del comprador de solicitar la rescisión del contrato o, aun, indemnización del vendedor en la hipótesis de falsedad, inexactitud, omisión o violación contenida en las declaraciones hechas y garantías ofrecidas en el ámbito del contrato de compraventa. (p. 207)

Las declaraciones y garantías serán también importantes porque en ella se reflejará si el transferente ha manejado la empresa en pleno cumplimiento con la normativa pertinente aplicable a la empresa, como nos precisan los autores (Rebaza Torres & Ochoa Becerra, 2015) señalan:

Dentro de las declaraciones y garantías principales se encuentran las referidas al cumplimiento de la normativa tributaria y laboral, a la ausencia de procesos judiciales o procedimientos administrativos, a los contratos vinculados al giro del objeto social, a los activos y pasivos de la compañía, así como a otros aspectos que puedan influir en el precio, tales como el número de sucursales o la desconcentración de los ingresos que genera. (p.62)

Asimismo, las declaraciones y garantías no funcionan como obligaciones contractuales sino como una situación de hecho, por la cualidad que prometió al adquirente sobre el target. Por lo tanto, el transferente responderá por la reticencia en su declaración trayendo como consecuencia la indemnización hacia el adquirente. El jurista (Carrasco Perera, 2004) nos ilustra al respecto:

La realización de Manifestaciones o Representaciones tiene la virtualidad de que desplaza sobre su autor, incondicionalmente, el riesgo de su falsedad. Quien afirma lo que ignora, responde, aunque no incurra en dolo. Esta regla ya procede del Derecho Romano que consideraba como vicio redhitorio, como defecto oculto de la cosa vendida, la afirmación de existencia de una cualidad, que luego no concurriera en la cosa. ...

En consecuencia, al hacerse manifestaciones o representaciones por parte del vendedor, se responde por la falsedad de las mismas aunque el vendedor ignorase esa circunstancia. Y no se exige ni tan siquiera culpa en el desconocer, ... (p.289)

Por lo tanto, al transferente frente a la falsedad en sus declaraciones y garantías se le imputará una responsabilidad objetiva y no una responsabilidad subjetiva, no importando si actuó o no con culpa, debiendo indemnizar al adquirente de todas formas si se prueba que se generó un daño.

Finalmente, podemos concluir que la inclusión de estas cláusulas es fundamental para el adquirente porque le asegurará la existencia de ciertas características que tiene el target en un determinado momento, transferirá riesgos y le otorgará el derecho a ser resarcido en caso existe información falsa, inexacta o insuficiente.

#### **2.4.4. Due diligence frente a las declaraciones y garantías**

Consideramos necesario abordar la relación entre el DD, el cual ya fue desarrollado precedentemente y la cláusula de declaraciones y garantías, debido a que la relación que existe entre ambas figuras puede llevar a algunas equivocaciones.

Sabemos que realizar un DD es costoso, sobre todo dependiendo de qué tan profundo quiere el adquirente tener el conocimiento sobre el target. A pesar de que el DD tiene muchos beneficios, existe un grupo de personas que consideran que resultaría más beneficioso no realizar el DD y trasladarle al transferente todo el riesgo a través de sus declaraciones y garantías. Al respecto, nos preguntamos, ¿es posible adquirir una empresa sin realizar un DD y ampararse únicamente en las declaraciones y garantías del transferente?

Al respecto, (Hallet Charro, 2004) escribe sobre el DD responde la pregunta que nos hacemos en el párrafo precedente:

...

- En general, es bastante más fácil para el comprador tratar con el vendedor antes del cierre. Existe normalmente un espíritu de cooperación y un deseo de cerrar la transacción, mientras que los vendedores después del cierre se oponen normalmente a cualquier reclamación, aunque la misma esté manifiestamente bien fundada.

- Las representaciones y garantías muchas veces aparecen calificadas por términos como “materialmente”, “sustancialmente”, “según el conocimiento del vendedor”, entre otros, y puede haber importantes diferencias al interpretar los mismos.

- Asimismo, las garantías y representaciones y el compromiso de indemnizar daños por los vendedores normalmente tienen una vigencia limitada en el tiempo. De hecho muchas reclamaciones pueden surgir después del periodo de vigencia establecido en cuestión (reclamaciones de tipo medioambiental, por ejemplo).

...

- El compromiso de indemnizar no compensará a menudo por completo al comprador debido a la posible no admisibilidad de la demanda o al método restrictivo en que se calculen los daños y al hecho de que algunos daños no pueden compensarse con exactitud en términos monetarios (por ejemplo, la pérdida de reputación o prestigio de una marca). Existen daños que pueden ser difíciles de valorar y de ser compensados íntegramente, o para los que una mera compensación económica no es el remedio adecuado. (pp. 150-151)

Por lo expuesto anteriormente, los asesores legales del adquirente deberán aconsejarle la realización del DD para realizar las verificaciones oportunas sobre el target, esto le permitirá al adquirente dimensionar en forma a priori sobre la verdadera situación del target y las contingencias que tiene. En esencia, los accionistas no siempre conocen todos los problemas que tiene el target, sino hasta que el adquirente realiza el DD o ellos mismos realizan un vendor DD y mediante el informe que arroja la misma toman conocimiento de los problemas que enfrenta el target.

Cabe mencionar que somos conscientes, que dentro del proceso de DD no siempre el transferente pone a disposición del adquirente toda la información que le solicita. Adicionalmente a ello, los especialistas en efectuar este procedimiento lo que revisan es un muestreo de todos los documentos por lo que el DD también tendrá sus limitaciones. No obstante, dará al adquirente una aproximación de la realidad del target.

En adición a lo mencionado, la posición del adquirente se verá más sólida si efectúa el procedimiento de DD y solicita al transferente que realice declaraciones y garantías sobre los puntos más sensibles.

#### **2.4.5. Limitaciones de responsabilidad**

Como hemos venido comentando en todo este capítulo las partes usan las declaraciones y garantías para hacer aseveraciones y garantizar a la otra parte que lo que señalan es

veraz, exacto y cabal o integro, de lo contrario tendrán que indemnizar a la parte perjudicada con la declaración. Sin embargo, esta indemnización no se da en forma abierta, las partes haciendo uso de la autonomía de su voluntad pactan limitar su responsabilidad por remedios o acciones que podrá dirigir el adquirente frente al transferente, delimitación del tiempo del reclamo, hasta que tope máximo se podrá indemnizar, entre otras limitaciones que analizaremos más adelante.

Sobre el particular, el jurista (Aguayo, 2011) acota lo siguiente:

Recordemos los argumentos que se utilizan para justificar las cláusulas limitativas de la responsabilidad por cuantía mínima en relación con las manifestaciones y garantías: (a) la conveniencia de evitar reclamaciones por cuantías menores; (b) el reconocimiento a los declarantes de las manifestaciones y garantías de un cierto margen de error en los hechos o circunstancias declarados; y (c) que el deber de informar tiene límites, no puede exigirse que se informe todo. En la mayoría de los casos, ninguno de estos argumentos será trasladable a una situación en la que ya hay un riesgo concreto identificado, que como tal, normalmente habrá podido evaluarse con precisión y al que se da un tratamiento específico siendo objeto de un pacto resarcitorio como las obligaciones específicas de indemnizar. (p.210)

En cuanto a las limitaciones cuantitativas a la responsabilidad se dan dentro del contrato donde las partes pactan tope o umbrales ya sean estos, máximos, mínimos, individuales o colectivos y definiendo si estos aplican como deducibles o no. Por otro lado, las limitaciones temporales de responsabilidad se dan cuando el transferente acuerda con el adquirente establecer un plazo máximo contado desde el cierre de la transacción para responder por los daños ocasionados por una declaración falsa, inexacta, únicamente siempre que el adquirente dentro de dicho plazo le presente al adquirente un reclamo formal de un daño indemnizable.

Sobre las limitaciones temporales de responsabilidad el doctor (Amiel Rodríguez-Carpi, 2015) adiciona lo siguiente:

Evidentemente, al momento de negociar el periodo de reclamación, el comprador va a solicitar el mayor plazo posible (e.g. plazo de prescripción legal); mientras que el vendedor va a preferir establecer un plazo corto. Sin embargo, resulta difícil indicar un plazo de vigencia estándar en el mercado, lo común es que el comprador requiera al menos de 18 meses. Ello se debe a que el comprador va a



querer contar con al menos un ciclo completo de auditoría financiera, a fin de conocer a la empresa y dado que, en el marco de la referida auditoría, se suelen detectar contingencias. Asimismo, es común que el comprador busque contar con un plazo de reclamación para declaraciones relacionadas con temas ambientales, laborales o tributarios. (p.129)

Es común que las obligaciones estipuladas en el contrato sobrevivan (“survival”) al cierre por un plazo determinado. Una acotación importante hace el autor español (Carrasco Perera, 2004) sobre la cláusula survival y que debemos tener en cuenta sobre esta delimitación temporal convencional es la siguiente:

... En principio, si el contrato se limita a decir que las Manifestaciones tendrán una vigencia de dos años, debe entenderse que no se responderá de las contingencias y pasivos aparecidos más allá de esa fecha, pero sí de los aparecidos antes, que se reclamen posteriormente dentro del plazo de prescripción del art. 1964 del C.C. Como seguramente no es esto lo que quiso el vendedor al incluir una cláusula de este tipo, es conveniente que la cláusula de limitación se formule como una cláusula de extinción de responsabilidades en cuanto tales. ... (p.301)

Sobre el particular, estas limitaciones son aconsejables para los abogados del transferente, dado que, en el caso de las limitaciones cuantitativas, realizar un arbitraje por montos pequeños resulta muy oneroso y desgastante para ambas partes. Asimismo, la limitación de temporalidad permite acotar el tiempo de responsabilidad por el que tendría que responder el transferente frente a una declaración falsa, incompleta o inexistente. En cambio, los abogados del adquirente buscarán que el transferente no consigne dentro del contrato límites altos o que señale tiempos cortos para limitar su responsabilidad, pues deja en estado de indefensión después de este tiempo al adquirente o un perjuicio económico que tendrá que asumir en forma unilateral. Sin perjuicio de lo expuesto, las partes deberían llegar a términos que sean justos para ambas partes.

Es importante mencionar que en la sentencia emitida por el Juez Arbitro Enrique Barros Bourie, se estipula que los umbrales máximos pueden ser, según la redacción del contrato, respecto sólo de la indemnización y no del daño:

Correlativamente, el umbral máximo de UF 1.000.000 también está referido al monto de la indemnización y no del daño. En efecto, la cláusula 10.7 señala que “el monto máximo a ser indemnizado por los Promitentes Vendedores o el

Promitente Comprador de conformidad con esta cláusula décima, por todos los eventos que pudiesen ocurrir, será de un millón (1.000.000) de Unidades de Fomento”. De esta manera, tanto el umbral mínimo como el máximo del Contrato están fijados en función de la indemnización y no del daño. Si las partes hubiesen querido que el umbral mínimo fuese aplicable en función del daño sufrido y que el máximo se calculara de acuerdo a la indemnización, podría haberse utilizado una redacción más clara para expresar esta diferencia, teniendo en cuenta que se trata de un contrato largamente negociado entre partes expertas. (Laudo arbitral Nro. 1526-2012, 2015)

Por lo antes expuesto, las partes deberán tener sumamente cuidado en que la redacción de las cláusulas sea lo más clara y precisa posible para evitar este tipo de problemas, donde el umbral consignado por el transferente resulta ser insuficiente y por lo tanto deberá responder por daños generados.

#### **2.4.6. Remedios frente a las declaraciones y garantías**

Es importante mencionar que para que puedan usarse algunos de los remedios que tenemos en nuestro ordenamiento ante algún incumplimiento derivado de la falsedad, inexactitud y/o falta de integridad respecto a las declaraciones efectuadas “...que genera un daño a la compañía transferida, al comprador y/o a las personas señaladas en el contrato. ...” como lo señalan (Rebaza Torres & Ochoa Becerra, 2015, p. 63), pues sin daño efectivo no habrá remedio que aplicar. Por lo tanto, antes de presentar un reclamo, el adquirente deberá evaluar si efectivamente se ha producido una vulneración de alguna de las declaraciones y garantías estipuladas en el contrato, y después deberá determinar si se ha producido un daño.

Cabe precisar, que las partes deberán definir qué es daño, así como fijar cuáles serán las consecuencias ante las declaraciones inexactas, falsas o incorrectas y que ocasionen un daño efectivo.

Siendo esta figura importada del derecho anglosajón expondremos qué remedios son usados bajo este tipo de sistema y qué remedios se usa en nuestro sistema del Civil Law.

Los autores (Gomez & Cuñado, 2013) nos precisan los importantes efectos jurídicos que tienen los reps and warranties en el derecho contractual anglosajón:

... el incumplimiento de dichas declaraciones puede dar lugar a acciones judiciales por declaración falsa (action for misrepresentation) e incluso a acciones por incumplimiento de dichas declaraciones puede dar lugar a acciones por incumplimiento de garantía (action for breach of warranty). Por ello, si el redactor del contrato no quiere obligar a nada a uno de sus intervinientes utilizará expresiones como the Seller states... en lugar de the Seller represents. (Párr. 5)

Sin embargo, no ocurre lo mismo en nuestro ordenamiento peruano, pues los remedios que en el derecho anglosajón se utilizan para los reps, que es la ineficacia deben estar expresamente establecidas en la ley; nos estamos refiriendo a la nulidad, anulabilidad o rescisión.

Sobre el particular, escribe el jurista (Boisset Tizón, 2015) lo siguiente:

Las posibles consecuencias contractuales del incumplimiento de las declaraciones son la anulación del acto, la resolución contractual y/o la indemnización por daños y perjuicios. De todas estas, las dos primeras suelen ser indeseadas y, por lo general, no alinean los intereses de las partes. Los contratos de compraventa de acciones transfieren la propiedad de una empresa y, con ello, toda la complejidad de las relaciones jurídicas que subyacen a la misma. En tal sentido, la anulación o resolución del contrato producto de la falsedad puede ser un resultado desproporcionado; ya que la consecuencia legal sería la restitución de prestaciones. En la práctica, la anulación o resolución contractual suelen limitarse al incumplimiento de declaraciones sobre la propiedad y al estado legal de las acciones que se transfieren. ... (p.151)

En ese sentido, aplicar la anulación o la resolución contractual son figuras jurídicas que ninguna de las partes quisiera aplicar, por la ineficiencia que esto generaría, pues si el adquirente debe devolver el target este probablemente no tenga el mismo valor económico que cuando se hizo la transferencia. Asimismo, como señalamos en la introducción ningún adquirente compra un target para luego estar envuelto en un proceso legal o peor aún estar en una peor situación que cuando inicio la negociación.

No obstante, existen dos caminos que tiene la parte afectada con una declaración inexacta, falsa que son: la indemnización por vicios ocultos y la anulación del contrato cuando haya mediado un vicio de la voluntad (error o dolo).

Respecto a la indemnización por vicios ocultos, la legislación peruana contempla en el artículo 1505° la cualidad prometida, siendo el texto el siguiente: “Hay lugar al

saneamiento cuando el bien carece de las cualidades prometidas por el transferente que le daban valor o la hacían apto para la finalidad de la adquisición”. (Decreto Legislativo Nro. 295, 1984) Para hacer la diferenciación entre vicio y cualidad prometida, el autor (Aguayo, 2011) lo desarrolla:

... Si la utilidad que se pretende extraer de la cosa es la habitual en objetos de su mismo género, la presencia del vicio comportará la ausencia de una cualidad que normalmente no habrá sido objeto de una previsión contractual expresa, ya que las partes no suelen pactar que la cosa vendida carezca de defectos que la hagan impropia para su destino habitual. Pero si, en cambio, la utilidad que se pretende extraer de la cosa comprada no es la habitual, la presencia del vicio supondrá normalmente la ausencia de una cualidad especialmente prevista en el contrato y, si no lo está, será el comprador quien deba probar que adquirió la cosa para destinarla a un uso que es el habitual y que el vendedor conoció o debió haber conocido dicha circunstancia. (p.349)

Asimismo, nuestro Código Civil, prevé dos tipos de remedios para el vicio oculto que se encuentran regulados en los artículos 1511° que es la acción redhibitoria donde el adquirente podrá solicitar la resolución del contrato y en el 1513° que es la acción estimatoria donde el adquirente podrá solicitar la reducción del precio. Ambos remedios son aplicables frente a un vicio o la falta de una cualidad prometida.

El autor (Carrasco Perera, 2004) enuncia dos problemas de los remedios que hemos descrito anteriormente, a continuación, el sustento:

La localización de la defensa del comprador en esta sede plantea principalmente dificultades de dos órdenes. En primer lugar, el plazo extraordinariamente breve de caducidad para el ejercicio de las acciones (art. 1490 CC). En segundo lugar, la necesidad de probar el dolo del vendedor para poder articular una demanda de responsabilidad (art. 1486 II CC). La ventaja que esta vía ofrece al comprador es que puede obtener una reducción de precio sin necesidad de probar que el defecto oculto le ha causado daños.

Sin embargo, como prueban los casos reales, siempre es el vendedor el más interesado en que litigios sobre defectos de calidad de las cosas vendidas se resuelvan vía del saneamiento por vicios ocultos. De esta forma puede oponer la caducidad breve del plazo de ejercicio de acciones y, en su caso, que el comprador estaba obligado a conocer el vicio o defecto, dada su cualidad profesional (art. 1484 CC). (p. 285)

No obstante, a estos remedios consideramos que el transferente ante una situación de vicio podría alegar en forma copulativa incumplimiento de obligaciones y la norma especial de vicios ocultos siendo una excluyente de la otra. Es más, el artículo 1512° inciso 5 del Código Civil abre la posibilidad de una indemnización por daños y perjuicios cuando el transferente haya actuado con dolo o culpa respecto a la existencia de los vicios.

Respecto a la anulación, el artículo 201° del Código Civil Peruano señala que para que se genere el error debe ser esencial y conocible por la otra parte. Sobre el error esencial el artículo 202° inciso 1 dispone que es: “el que recae sobre una cualidad del objeto del acto que, de acuerdo a la apreciación general debe considerarse determinante de la voluntad” (Decreto Legislativo Nro. 295, 1984). Finalmente, sobre el error conocible el artículo 203° del mismo cuerpo normativo señala que: “...cuando, en relación al contenido, a las circunstancias del acto o la calidad de las partes, una persona de normal diligencia hubiese podido advertirlo”. (Decreto Legislativo Nro. 295, 1984)

Siguiendo la línea de anulación por error el doctor (Payet Puccio, 2009) señala lo siguiente:

... Este hecho podría acreditarse sin mayor dificultad en los casos en los que utilizando una redacción propia de los contratos anglosajones, se declara expresamente en el contrato que las declaraciones del vendedor se hacen con la finalidad de inducir al comprador a celebrar el contrato y son determinantes de la voluntad de este. Por esta razón, si la intención de las partes es que la falsedad de las garantías tenga únicamente consecuencias indemnizatorias, y no que permita que se deje sin efecto la compraventa, es preciso ser muy cuidadoso en la redacción del contrato, con la finalidad de evitar el uso de declaraciones que pueden ser estándares en el Common Law pero que, en el contexto de nuestro ordenamiento jurídico, pueden resultar contraproducentes y conducir a un resultado contrario al querido. (pp. 94-95)

Asimismo, podrá darse la anulación por un error ocasionado por dolo, en este punto las limitaciones a la responsabilidad no serán aplicables. Conforme al primer párrafo del artículo 210° del Código Civil Peruano “el dolo es una causa de anulación del acto jurídico cuando el engaño usado por una de las partes haya sido tal que sin él la otra parte no hubiera celebrado el acto.” (Decreto Legislativo Nro. 295, 1984). En consecuencia, si la parte afectada demuestra que la declaración se configuró con dolo y que este fue determinante para que la otra parte celebre el contrato, el contrato devendría

en anulable, aunque las partes hayan pactado en el contrato que la falsedad de las declaraciones sólo dará lugar a la indemnización.

Al respecto el autor (Piazza, 2015) nos comenta:

... sería posible obtener la ineficacia del acto por falsedad de una de las declaraciones, para lo cual sería necesario que la parte afectada demande en virtud del artículo 210 del Código Civil, y demuestre (i) que la falsedad de la declaración corresponde a un engaño en los términos del artículo 210 del Código Civil, y (ii) que sin dicho engaño no hubiese procedido a la celebración del contrato. Una vez que dichos puntos hubieran sido demostrados, se declararía la nulidad del acto con los mismos efectos que la rescisión bajo el derecho anglosajón. Se debe tomar en cuenta, sin embargo, que esta acción cuenta con un plazo de prescripción reducido de tan sólo 2 años. (Parr.16)

Finalmente, la parte afectada cuando se produce una declaración falsa tiene la acción indemnizatoria, la cual es la única acción que se aplica con posterioridad al cierre de la transacción, debido a que en este caso puntual no cabría una acción de cumplimiento, pues el transferente no podrá realizar acto o prestación alguna para adaptar la realidad del target con lo declarado.

Al respecto el doctor (Payet Puccio, 2009) nos precisa su posición al respecto:

...Como hemos dicho, se trata de garantías contractuales, a través de las cuales el vendedor se compromete a pagar determinadas prestaciones dinerarias, de naturaleza indemnizatoria, al comprador, por los daños causados por la ausencia de las cualidades prometidas. No se trata de obligaciones del vendedor de entregar al comprador una cosa con determinadas características, caso en el cual la falta de entrega de lo prometido podría dar lugar a una acción por incumplimiento o cumplimiento defectuoso del contrato. (p. 95)

La indemnización es el remedio más usual, pero el mismo debe estar pactado por ambas partes, es decir, que la obligación que tiene el transferente de indemnizar al adquirente debe estar pactado en el contrato de compraventa de acciones como consecuencia de una declaración falsa o inexacta realizada por el transferente.

Como comentamos lo que se busca con este remedio es desaparecer la posibilidad de que el contrato sea resuelto, por eso es uno de los más utilizados. Sin embargo, este no puede ser irrestricto, por eso el vendedor buscará limitar la indemnización. (Amiel Rodríguez-Carpi, 2015) proporciona un dato de importancia:

En efecto, en el 2013 Private Target Merger & Acquisitions Deal Points Study preparado por el comité M&A del American Bar Association, se concluyó que de las transacciones revisadas: (i) 94% establecían el recurso indemnizatorio como acción o remedio exclusivo; (ii) 4% no se pronunciaban; y (iii) 2% establecía que el recurso indemnizatorio no era el remedio exclusivo. (p. 137)

## **2.5. Cláusulas sandbagging y antisandbagging**

### **2.5.1 Definiciones**

Comúnmente se considera que en un contrato de compraventa de acciones la parte débil siempre es el adquirente por la asimetría informativa, pero ello no siempre es el caso. Existen adquirentes que por su experiencia en la compra de empresas como por ejemplo los fondos de inversión o por su expertise en el sector pueden conocer mejor que el mismo transferente el target. Es por ello, que en el derecho anglosajón existe la figura de la cláusula ASB que sirven para limitar el reclamo del adquirente por hechos que conocía o que pudo conocer, a pesar de que la declaración realizada por el transferente sea falsa, inexacta.

Este tipo de cláusulas se negocian, normalmente, después de realizar el DD y se tratan de incorporar dentro de las cláusulas de reps and warranties, el transferente o adquirente querrá introducir este tipo de cláusulas en el contrato.

Una explicación sobre el origen del término sandbagging nos lo da el autor (Linares Durán, 2014), el cual señala lo siguiente: “... el cual resulta ser una expresión familiar empleada en el golf para describir a un jugador que engaña a los demás, mintiendo sobre sus habilidades, para lograr un mayor *hándicap* y obtener ventajas frente a sus rivales ...” (p.6)

Extrapolando este ejemplo en las transacciones de M&A, definiríamos la cláusula SB como aquella cláusula por la cual se pacta una indemnización a favor del adquirente, independientemente si el adquirente conoció (mediante el DD o su expertise) o que debió conocer de manera diligente, antes del cierre, que uno o varios reps & warranties que el transferente ha realizado en el contrato no eran veraces o exactos. No obstante, el adquirente suscribe el contrato con la finalidad de gatillar la indemnización prevista en el contrato. Es decir, el derecho del adquirente de solicitar una indemnización no se verá

afectado por la realización del DD que haya encargado, a través de sus asesores, ni tampoco por el conocimiento que pudiera tener el adquirente respecto a la veracidad de las declaraciones efectuadas por el transferente.

El abogado (De la Piedra Calle, 2020) complementa nuestra definición de la cláusula SB de esta manera:

... A través de esta cláusula, se busca que cualquier remedio o mecanismo de indemnización que el comprador posea frente al vendedor en un SPA sea válido, eficaz y ejecutable, sin importar si el comprador tuvo o no conocimiento con anterioridad al cierre de la transacción de los hechos que gatillarían el reclamo. En consecuencia, incluso si el comprador conoce plenamente antes del cierre de la compra la existencia de un daño indemnizable en los términos del SPA (tales como la inexactitud de una declaración o garantía, por ejemplo), podría igual cerrar la compra para luego gatillar el mecanismo de indemnización pactado en el SPA frente al vendedor. (p. 2)

Los autores (Granda Bullon & Bosshard Cizcarra, 2018) nos otorgan un ejemplo de una cláusula SB que es producto de una traducción libre en español que realizaron a una publicación de modelos de contratos de compraventas de acciones por la American Bar Association, institución dedicada al desarrollo de herramientas legales para mejorar la administración de justicia, siendo esta la siguiente:

Los derechos del comprador a indemnización o cualquier otro remedio conforme a este acuerdo no se verán afectadas o limitadas por cualquier conocimiento de que el comprador haya adquirido, o habría podido adquirir, ya sea antes o después de la fecha de cierre, ni por cualquier investigación o diligencia del comprador. El vendedor reconoce que, independientemente de cualquier investigación realizada (o no realizada) por o en nombre del comprador, e independientemente de los resultados de dicha investigación, el comprador ha celebrado en esta transacción confiando totalmente en las declaraciones y garantías del vendedor hecho en el presente acuerdo. (p.176)

En contraposición, tenemos la cláusula ASB que significa una protección para el transferente a fin de impedir que el adquirente pueda cobrar algún monto de dinero alegando para ello un supuesto incumplimiento del transferente de los reps & warranties del cual tenía pleno conocimiento o pudo conocer. No obstante, la utilización de dicha cláusula incrementa el riesgo que debe asumir el adquirente, pues verá su derecho de poder solicitar una indemnización limitado por aquellos hechos que conoció antes del



cierre del deal, por lo tanto, en compensación buscará bajar el precio del target. Otro punto interesante para tomar en cuenta es que los asesores del transferente a fin de probar este conocimiento tratarán de generar definiciones amplias en el contrato sobre qué es conocimiento y solicitarán incluir dentro de los anexos del contrato toda la documentación que se otorgó o que se puso en el data room para que si dicho riesgo se materializa el adquirente no pueda reclamarle indemnización alguna.

Asimismo, el autor mexicano de la tesis “Análisis del contrato de compraventa de activos y del derecho inmobiliario en el marco jurídico mexicano”, (Flores Juarez, 2016) define la cláusula ASB de la siguiente manera:

Anti-sandbagging y knowledge qualifier: una cláusula de antisandbagging (la cual podríamos traducir como cláusula de limitación de responsabilidad por conocimiento) tiene como objetivo proteger al vendedor frente a cualquier indemnización solicitada por el comprador en relación con defectos de la cosa o con riesgos del negocio que éste conoció previo a la compra de dichos bienes o negocio. El efecto de incluir esta cláusula en el Contrato de Compraventa de Activos es que el comprador, en caso de demandar una indemnización, tendrá que probar que (i) el vendedor incumplió con una disposición específica del contrato, la cual da origen a la indemnización alegada; y (ii) dicho comprador no tenía conocimiento de dicha situación o defecto (cosa que es difícil de probar). (p. 82)

A manera de ejemplo los abogados (Granda Bullon & Bosshard Cizcarra, 2018) nos ilustran como es la redacción de una cláusula ASB, la misma que es una traducción libre de los ejemplos publicados por el American Bar Association:

El comprador reconoce que ha tenido la oportunidad de llevar a cabo el due diligence y una investigación exhaustiva de la sociedad, por lo que, en ningún caso, el vendedor tendrá responsabilidad alguna frente al comprador con respecto al incumplimiento de una representación, garantía o convenio contenido en el presente acuerdo, si el comprador conocía de tal incumplimiento antes de la fecha de cierre. (pp.177-178)

En el derecho anglosajón esta cláusula debe estar consignada en forma expresa, pero en el derecho peruano nuestro Código Civil en los artículos 1326<sup>o2</sup>, 1327<sup>o3</sup> y 1504<sup>o4</sup> deja claro que la postura de nuestra legislación es la de incorporar el antisandbagging, pues establece que el adquirente debe ser diligente y si conoció que existía un vicio oculto la indemnización será reducida.

Es importante destacar la traducción que (Amiel Rodriguez-Carpi, 2015) realiza sobre el caso Ziff-Davis por la Corte de Apelaciones de los Estados Unidos del Segundo Circuito donde se señaló lo siguiente:

... “cuando un comprador cierra un contrato con pleno conocimiento y aceptación que los hechos revelados por el vendedor constituyen una violación de las declaraciones y garantías bajo los términos del contrato, el comprador debería estar impedido de luego argumentar el incumplimiento. En dicha situación, salvo que el comprador haya expresamente reservado sus derechos bajo las declaraciones y garantías, consideramos que el comprador dio una dispensa respecto al incumplimiento”. En ese mismo orden de ideas, se argumentó que “cuando el vendedor no es la fuente del conocimiento del comprador, e.g., si es simplemente ‘conocimiento común’ que los hechos declarados son falsos, o si el comprador fue informado por un tercero de la falsedad de las declaraciones, el reclamo del comprador por incumplimiento de las declaraciones y garantías puede prevalecer”. (p. 140)

### 2.5.2 Razones para su incorporación

Como reza el viejo aforismo: “información es poder”, en este tipo de operaciones la información será una clave para la formación de precios, por lo que la introducción de las cláusulas SB y ASB, además de la realización del DD jugarán un rol fundamental al momento del cierre de la transacción.

---

<sup>2</sup> “**Artículo 1326°.-** Si el hecho doloso o culposo del acreedor hubiese concurrido a ocasionar el daño, el resarcimiento se reducirá según su gravedad y la importancia de las consecuencias que de él deriven.”

<sup>3</sup> “**Artículo 1327°.-** El resarcimiento no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria, salvo pacto en contrario.”

<sup>4</sup> “**Artículo 1504°.-** No se consideran vicios ocultos los que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias.” (Decreto Legislativo Nro. 295, 1984)

Por un lado, las razones que tendrá el adquirente para que se incluya en el contrato la cláusula SB nos lo detalla el doctor (De la Piedra Calle, 2018):

**En primer lugar eliminar incertidumbres:** el uso de una cláusula SB elimina la incertidumbre referida a los calificadores “a conocimiento de”, y similares. Desde la perspectiva de un comprador, una cláusula de ASB crea un paso previo a la aplicación de los mecanismos de indemnización pactados en el SPA y relacionados a definir el conocimiento (o desconocimiento) del comprador respecto al hecho de la materia de reclamo.

...

**En segundo lugar desincentiva el proceso de debida diligencia:** una cláusula ASB hace que el comprador pierda interés en realizar un *due diligence* profundo y diligente. Al eliminar o limitar la posibilidad de obtener indemnizaciones, en cuanto el vendedor compruebe que el comprador conocía o “debía conocer” el hecho que originó el reclamo, realizar un proceso extensivo implicaría dar incluso más herramientas al vendedor para evadir responsabilidades. Así, **el comprador se encontraría en una mejor situación haciendo un *due diligence* acotado para evitar la contingencia del conocimiento.** (Parr. 6 – Parr. 9)

Si bien la cláusula de SB puede generar un impacto “negativo” en el alcance del DD que puede realizar el adquirente, se deberá ponderar entre el conocimiento que se quiera tener del target para ir adelante con la inversión o quizás perder poder de negociación al momento de transar con los asesores del transferente.

La razón de cómo el transferente alega el por qué debe estipularse la cláusula ASB nos la relata el doctor (Amiel Rodríguez-Carpi, 2015):

El vendedor normalmente justifica la necesidad de una cláusula anti-sandbagging al sostener que: (i) no es un comportamiento aceptable que el comprador reclame algo que sabía que era falso; es decir, no podría haberse basado en algo que sabía era falso para poder luego reclamar; y (ii) que el comprador ha efectuado una auditoría legal o *due diligence* sobre la empresa y si existía alguna contingencia, este debió revelarla. (pp.138-139)

Lo positivo que trae consigo la introducción de la cláusula ASB en el contrato, es que generará en el transferente la confianza que después del cierre no vendrá el adquirente con una demanda inmediata activando el mecanismo de indemnización.

### **2.5.3 Aspectos que influyen en su incorporación**

Como hemos venido mencionado en los puntos anteriores, la incorporación de estas cláusulas se dará en un intento de equilibrar la falta de información que tienen las partes. Adicionalmente, estas cláusulas podrán ser incorporadas dentro del contrato de compraventa de acciones, bajo el principio de libertad contractual, el cual permite a las partes asignarse riesgos a través de las declaraciones y garantías en forma que consideren más adecuada y conforme el poder de negociación entre ellas.

Es importante mencionar que estas cláusulas si bien son de uso común en legislaciones del Common Law, en la legislación peruana no es tan común su uso. Muchas veces se incorporan en las primeras versiones del contrato, pero no en la versión final.

Por lo tanto, dependerá de varios factores la incorporación de una u otra cláusula como el tipo de negocio que se está adquiriendo, el expertise de los asesores de las partes y sobre todo del poder de negociación que tengan de las partes.

Nos encontraremos frente a la incorporación de una cláusula ASB, en procesos donde se aclara que cualquier información que se encuentre en el VDR o en el data room y que posteriormente genere una contingencia el transferente no será responsable de la misma. Asimismo, el transferente buscará que dentro de la cláusula de R&W que efectúa el adquirente manifieste que el DD realizado se ha efectuado a su “entera satisfacción”.

Por otro lado, se consignará la cláusula SB en otros procesos donde no importa lo que el adquirente haya podido o no encontrar en la medida que reps and warranties garanticen estas contingencias, generando de esta forma un riesgo para el transferente porque tendrá que indemnizar al adquirente.

La realización de un DD con un alcance profundo puede generar una limitación por parte del adquirente en solicitar mayores warranties dentro del contrato, pues el transferente podría negociar en base a ese conocimiento la incorporación de la cláusula ASB.

Finalmente, se logrará un equilibrio dentro del contrato en la medida que las partes vayan asignándose los riesgos y por ende esto influya en el precio de cierre. Evidentemente, el adquirente buscará pagar el menor precio posible, pero lograr la mayor

protección ante cualquier contingencia y, por el contrario, el transferente buscará obtener el mayor precio posible por el target, pero limitar su responsabilidad. No es sencillo negociar este tipo de cláusulas, debido a que cada parte buscará el mayor beneficio.

#### **2.5.4. Su aplicación en el sistema jurídico peruano**

Como hemos mencionado a lo largo del trabajo de investigación, la inversión extranjera trajo consigo la importación de diferentes cláusulas que hoy por hoy son usadas por los abogados expertos en procesos de M&A, como son las cláusulas SB y ASB. Si bien estas cláusulas no están reguladas en ninguna norma peruana si son incorporadas por algunos abogados en los contratos de M&A que se negocian en el Perú.

Al regir en nuestro país la autonomía de las partes, se pueden pactar dichas cláusulas si así lo decidieran. Es importante recordar por ello lo señalado en el artículo 1354° del Código Civil Peruano que señala expresamente lo siguiente: “Las partes pueden determinar libremente el contenido del contrato, siempre que no sea contrario a norma legal de carácter imperativo”. (Decreto Legislativo Nro. 295, 1984) En ese orden de ideas, si libremente las partes deciden incorporar en su contrato algunas de estas cláusulas no existirán ningún conflicto con el sistema jurídico peruano.

Sin perjuicio de lo señalado en el párrafo anterior, es importante que la negociación de las cláusulas se realice de buena fe ya que como hemos indicado la buena fe es una norma imperativa que las partes no pueden desconocer. En virtud de ello, lo que no puede suceder es que estas sean negociadas de mala fe ya que ello significaría ir en contra de una norma imperativa que no permite pacto en contrario.

Como se indicó en el punto 2.5.1. la postura de nuestra legislación es la de incorporar el antisandbagging.

Al respecto, los doctores (Granda Boullón & Saavedra Velazco, 2015) mencionan lo siguiente:

Granda piensa que hay un estándar ya en nuestro Código Civil, referido por los artículos 1132 y 1504; Saavedra, que deberá construirse sobre la base de éstas y otras normas, entre ellas, los artículos 1326 y 1327. El primer grupo de normas exigen al comprador comportarse de manera diligente para conocer las cualidades de aquello que adquiere. El segundo la imposibilidad de exigir la reparación de daños ocasionados por la propia conducta del acreedor, forzándolo

a aceptar los costos y riesgos de sus decisiones. Hablando de *sandbagging*, en virtud de estas reglas, si no se pacta nada al respecto, el Código Civil es *anti-sandbagging*. (Parr. 8)

Asimismo, el doctor (De la Piedra Calle, 2020) ha indicado lo siguiente:

Independientemente de la ley aplicable que se pacte en el SPA, es interesante analizar este tema a la luz de la legislación peruana. Así, es importante tener en cuenta los siguientes artículos del Código Civil peruano: a) Los artículos 1503 y 1504: Que señalan que el vendedor de un bien está obligado al saneamiento por vicios ocultos, eximiendo de esta categoría a “aquellos que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias”. La discusión sobre si el vicio oculto de la transferencia de una acción alcanza a los bienes de la sociedad que la emitió (o solo a la acción como título valor representativo del accionariado) no es materia de este comentario por razones obvias, sino más bien el espíritu: se exige al comprador comportarse de manera diligente para conocer las cualidades del bien que adquiere. b) Los artículos 1326 y 1327: Que disponen que el resarcimiento en un supuesto de inexecución de obligaciones no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria. Este set de artículos dispone la imposibilidad de exigir la indemnización por daños ocasionados por la propia conducta del acreedor, haciendo que asuma el riesgo del acuerdo bajo un criterio de diligencia ordinaria. Lo anterior nos permite concluir que, más allá de los pactos en contrario a los que puedan llegar las partes en una transacción, el Código Civil peruano ha adoptado una tendencia ASB.(p. 3)

### 2.5.5. Ventajas y desventajas

**Tabla 2.1**

*Ventajas y desventajas de las cláusulas SB*

Ventajas	Desventajas
Genera para el adquirente la posibilidad de reclamar el pago de una indemnización sin importar si conocía o no de la contingencia antes del cierre.	Hay más probabilidades de que el transferente tenga que indemnizar al adquirente por alguna contingencia.
Si el transferente no le entrega suficiente información al adquirente no tiene mayor	De cierta manera el adquirente al incluir esta cláusula ya no siente tanto temor a las contingencias que pueda tener el target, por lo que

transcendencia debido a que el adquirente igual podrá reclamar.	podría dejar de realizar un DD muy profundo en vista a que sabe que si se materializa una contingencia le podrá reclamar al transferente.
Si el propio transferente no le entrega mayor información al adquirente, le pone obstáculos para conocer el target. Sin embargo, la entrega de información incompleta, será una oportunidad para que el adquirente pueda incorporar esta cláusula.	El transferente pasa por un proceso de DD que en la mayoría de los casos es agotador que al final para el transferente no va a tener ninguna ventaja ya que, aunque le haya dado toda la información al adquirente, igual podrá reclamar.

Nota: Elaboración propia de las autoras en base al conocimiento adquirido durante la presente investigación.

**Tabla 2.2**

*Ventajas y desventajas de las cláusulas ASB*

<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
El transferente se verá beneficiado en virtud a que está limitando el derecho de reclamar una indemnización al adquirente por aspectos que conoció antes del cierre. Con lo cual las posibilidades que reciba un reclamo por parte del adquirente son muy bajas.	Incrementa los riesgos que asume el adquirente en vista a que su derecho a reclamar el pago de una indemnización respecto a temas que conoció antes del cierre se verá limitado. Por ello deberá intentar aplicar al precio que se esté negociando todas las contingencias que encuentre en el DD.
Genera incentivos para que el transferente negocie y revele todos los riesgos y contingencias desde un inicio, para luego incorporarlo en los anexos del contrato.	El adquirente deberá invertir más tiempo y recursos en un proceso de DD en vista a que al limitarse su derecho de reclamar el pago de una indemnización deberá asegurarse de conocer de forma muy profunda el target, lo cual puede originar que la transacción tome mucho más tiempo.
	El adquirente para poder reclamar el pago de una indemnización deberá de demostrar que no conocía la información o que no conocían que la declaración realizada por el transferente sobre la cual reclaman era falsa o inexacta.

Nota: Elaboración propia de las autoras en base al conocimiento adquirido durante la presente investigación.

**2.5.6. Incentivos para la revelación de información e incentivos para conocer la información**

Existe un grupo de abogados expertos en materia de M&A que considera que las cláusulas SB y ASB no generan incentivos para la revelación de información, la razón de ello es que las mencionadas cláusulas se negocian en una etapa posterior a la realización del DD

o cuando este último está terminando, por lo que las cláusulas no afectarían la revelación o no de información por parte del transferente. Es decir, la incorporación de estas cláusulas no tiene un impacto en la revelación de información. Por lo mismo, también consideran que no generan incentivos para el adquirente para conocer la información. No obstante, también existen abogados que piensan el contrario.

Por ello, no podemos dejar de mencionar que, si desde antes de empezar el DD las partes empiezan a negociar el contrato, que el adquirente incluya una cláusula SB si podría originar que el transferente no tenga ningún incentivo para revelar información ya que igual deberá de responder ante un reclamo, aunque el adquirente haya conocido la información.

Por su parte, la cláusula ASB si generaría incentivos para revelar información porque todo lo que adquirente logre conocer, luego no podrá reclamarle al transferente, por lo que el transferente va a querer que el transferente conozca todo lo que sea posible y así evitar futuros reclamos.

Por otro lado, la cláusula SB podría no crear incentivos para que el adquirente conozca información, es decir, haga un DD muy profundo en vista a que igual podrá reclamarle al transferente, aunque haya conocido la contingencia. Sin embargo, no se debe olvidar como hemos mencionado al inicio del trabajo que reclamar contingencias no es el fin último en una transacción. Existen muchos motivos, por lo que conocer el target es importantísimo para cristalizar las razones que tiene el adquirente para comprar el target.

La cláusula ASB podría generar en el adquirente un incentivo, pero para no conocer información ya que sabe que respecto a todo lo que conozca, ya no podrá reclamar luego, pero también como comprar sin saber lo que estás adquiriendo. Tendrá un dilema que resolver, pero considerando lo importante que es conocer lo que quieres adquirir, podría haber una tendencia a que los potenciales adquirentes igual quieran conocer la información sin importar que luego no podrán reclamar. Además, que todas las contingencias que conozcan podrán aplicarlas al precio antes de cerrar la transacción.



## **CAPÍTULO III: RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN**

### **3.1. La aplicación de las cláusulas sandbagging o antisandbagging en el sistema jurídico peruano desde la perspectiva de los expertos**

#### **3.1.1. Antecedentes**

Como parte del trabajo de investigación se elaboró un cuestionario el cual fue dirigido a abogados expertos en fusiones y adquisiciones de distintos estudios de abogados y a asesores financieros a fin de conocer, de acuerdo con su experiencia, sobre distintos aspectos relacionados a las cláusulas SB y ASB. Del grupo de expertos a los cuales nos dirigimos, tuvimos la respuesta por escrito de catorce abogados y tuvimos reuniones por video llamadas con seis abogados y un asesor financiero. Las respuestas proporcionadas por escrito por trece abogados ya que uno de los que nos respondió pidió expresamente no incluir sus respuestas, están en el Anexo 1 del presente trabajo.

#### **3.1.2. Aplicación de las cláusulas sandbagging y antisandbagging en el Perú según expertos**

Como habíamos expuesto anteriormente, el DD es una parte casi indispensable de los procesos de M&A y los expertos coinciden en forma mayoritaria que las razones principales para practicarlo son porque ayuda a reducir la asimetría informativa, conocer a detalle el target, visualizar los pasivos ocultos y contingencias, mitigar riesgos y hacer una buena asignación de los mismos en el contrato, otro grupo minoritario de abogados adiciona que otras razones importantes para realizarlo es para confirmar el valor del precio del activo que se está adquiriendo y ratificar el valor de la acción. Así lo manifiesta el doctor Enrique Ferrando:

El DD es una herramienta que permite al comprador tener una noción más precisa de la situación de la empresa en la que pretende invertir, así como de los riesgos y contingencias a los que dicha empresa se puede ver expuesta. El resultado del due diligence ayuda al inversionista a establecer el precio final de su oferta de compra, o le sirve de base para renegociar el precio ya ofrecido, y le sirve igualmente de fundamento para incorporar en el contrato de compra

estipulaciones que trasladen al vendedor la responsabilidad o el costo de ciertas contingencias y riesgos advertidos durante el DD.

... (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 20 de agosto de 2020)

Asimismo, ante la pregunta de ¿con qué tanta frecuencia los vendedores y compradores realizan un DD previo a los procesos de negociación de una inversión, desinversión o adquisición de una empresa y cuál es el alcance común de este?, la respuesta mayoritaria de los expertos fue que los DD se realizan en forma frecuente y muy usual, que son excepcionales los casos en los que no se realiza. Tal como lo explica el doctor Jorge Muñiz:

A lo largo de los años he podido ver que la frecuencia con la que el comprador realiza un DD es cada vez mayor y me atrevería a decir que en estos momentos ya no existe posibilidad de que un inversionista no realice un DD antes de adquirir una empresa, un activo, o hacer una inversión importante. A partir de la apertura de la economía en el Perú desde los años 90's se empezaron a ver importantes inversiones extranjeras y las empresas empezaron a crecer y profesionalizarse. Tanto las empresas familiares del Perú como por ejemplo Corporación Wong, Corporación Lindley, empresas mineras iniciaron un proceso de sofisticación y las inversiones que hacían siempre iban de la mano de una adecuada revisión del negocio donde decidían invertir o desinvertir. Además, con la llegada de la inversión extranjera al país también, se empezaron a implementar algunos mecanismos necesarios y casi obligatorios para invertir en un negocio, adquirir una empresa o activo, así como desinvertir, uno de ellos fue la implementación obligatoria de antes de cerrar la compra de un negocio, un activo o una inversión, hacer un DD sobre este. Adicionalmente a ello hace muchos años, los abogados peruanos también nos hemos visto en la necesidad de adaptarnos a los mecanismos que involucran los complejos procesos de compraventa de empresas.

...(Cuestionario contenido en el Anexo 1, 06 de agosto de 2020)

Asimismo, queremos resaltar el aporte que nos dio el doctor Oscar Benavides en su respuesta indica que existen ciertas particularidades en los alcances del DD:

...

- Tratándose de compras regionales o globales, es usual que el DD tenga umbrales de materialidad más altos y, por tanto, el DD solo se concentre en aspectos muy trascendentales para el negocio,

- Cuando los vendedores o la sociedad ponen a disposición de los compradores o inversionistas un informe de DD, estos últimos usualmente realizan un DD confirmatorio para verificar que la información del informe entregado es veraz, exacta y completa,
- Cuando la transacción se estructura como una compraventa o transferencia de activos (y no una compraventa de acciones o participaciones)<sup>5</sup>, el DD, además de enfocarse en los activos a ser transferidos, se centra en revisar información en materia tributaria y laboral (en razón de la responsabilidad solidaria y la persecutoriedad laboral, respectivamente),
- Tratándose de negocios regulados, el DD requiere de verificar, además de los componentes de un DD usual, que la empresa esté en cumplimiento de las normas del rubro o sector, y Cuando los vendedores o la sociedad no están dispuestos a otorgar declaraciones y garantías usuales, y limitan estos a los mínimos indispensables, el DD se hará de forma más exhaustiva para que el precio sea lo más consistente con la realidad del negocio.

... (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 18 de agosto de 2020)

Por otro lado, el vendor DD es poco frecuente que lo realicen los transferentes, a pesar de ser una herramienta, como lo desarrollamos en el capítulo anterior, que optimiza la venta y lo coloca en mejor posición al vendedor al poder conocer las contingencias que tiene el target y poder subsanarlas de darse el caso. Al respecto, el abogado Paolo Robilliard nos comenta: “Los vendedores (*vendor DD*) pocas veces, en cualquier tipo de empresa. Los compradores casi siempre, cuando se trata de inversiones relevantes (salvo que el comprador ya sea accionista).” (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 11 de agosto de 2020)

Sobre la influencia de las cláusulas SB y ASB dentro de un proceso de M&A, la mayoría de los expertos coinciden que la incorporación de estas en el contrato se deberá a que las partes querrán asignarse los riesgos de las contingencias y que el riesgo dependerá de qué lado de la mesa te encuentres.

El abogado Paolo Robilliard, explica en forma clara los riesgos que asumen cada una de las partes frente a cada una de las cláusulas materia de análisis del presente capítulo:

---

<sup>5</sup> Actualmente, por la existencia de varias empresas en estrés financiero en razón de las restricciones por la pandemia, creemos que más transacciones van a comenzar a estructurarse de esta manera.

...

Riesgos para el comprador:

- ASB: mayor riesgo por falta de pericia (propia o de sus asesores) durante el proceso de DD, e incertidumbre respecto de la posibilidad de que luego se le pueda imputar conocimiento de pasivos o contingencias que no valoró (importante función de los anexos del contrato relativos a las contingencias identificadas).

Disyuntiva entre saber y no saber: por un lado, quiere saber lo que está comprando, pero por otro lado saber le quita el derecho a ser indemnizado.

- SB: riesgo de discusiones basadas en una actuación de mala fe y la validez de este tipo de cláusulas. No siempre es fácil que se entienda que este tipo de cláusulas buscan la asignación contractual de riesgos, y pueden ser vistas por algunos como "licencias" para actuar de mala fe.

Riesgos para el vendedor:

- SB: además de lo obvio (no poder liberarse de los riesgos al transferir su participación), le puede ser problemático tener que responder por los riesgos cuando ya liquidó su inversión (recibió el precio) y podría haberla destinado a otros fines. Al poner en riesgo su patrimonio (ya no solo la inversión hecha en una persona jurídica de responsabilidad limitada) son importantes las limitaciones a su obligación de indemnización.

Además, al ya no tener el control sobre la persona jurídica (suponiendo que lo tenía) existe el riesgo de que el comprador no tenga incentivos para mitigar los daños, y el vendedor pierde visibilidad respecto de los verdaderos orígenes de estos.

- ASB: posibles dificultades para probar el conocimiento de los pasivos y contingencias por parte del comprador, así como carga de tener que hacer una exhaustiva revelación de información (si el comprador lo deja). (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 11 de agosto de 2020)

Un dato adicional que debemos tener en cuenta nos advierte los abogados Rafael Lengua y Enrique Ferrando es que la influencia de estas cláusulas dependerá bajo qué legislación se celebró el contrato. Al respecto procedemos a citar al doctor Enrique Ferrando:

Definitivamente influyen. La cuestión es conocer bajo qué legislación se está celebrando el contrato. En el Perú no es admisible estipular que el contrato podrá ser negociado, celebrado y ejecutado de mala fe. Pero si es posible pactar en contra de lo previsto en el artículo 1327° del Código Civil<sup>6</sup>. La cláusula SB coloca la totalidad del riesgo derivado de la inexactitud de las declaraciones y garantías del vendedor, en el propio vendedor, ya que lo obliga a responder por las consecuencias económicas que se deriven de la inexactitud de cualquier declaración o garantía, sin importar si antes, o al momento de celebrarse el contrato, el comprador tuvo (o pudo tener) conocimiento de tal inexactitud. La cláusula ASB equilibra mejor ese riesgo, impidiendo al comprador exigir al vendedor compensaciones derivadas de la inexactitud de sus declaraciones y garantías, si antes o al momento de celebrar el contrato, conoció, o pudo conocer de la inexactitud de estas declaraciones.

... (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 20 de agosto de 2020)

Es importante destacar la respuesta del doctor Daniel Gonzales que estipula que, si el adquirente conocía de alguna contingencia relevante, no debería reclamar si es que no se reguló expresamente en el contrato, como podemos ver a continuación:

...

En el Perú, creería que es súper relevante negociarlas y aterrizarlas en los contratos de la transacción, sobre todo para el comprador, puesto que por principios generales de buena fe podría argumentarse que, si el comprador conocía de la existencia de alguna contingencia relevante en la compañía target, entonces dicho comprador no debería tener reclamo sobre el particular si es que no se reguló expresamente esa situación en el contrato. (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 17 de agosto de 2020)

Asimismo, como se mencionó brevemente en el capítulo anterior, parecería que el Código Civil peruano tiene una tendencia ASB, que ante el silencio podría ser aplicable en el SPA.

---

<sup>6</sup> **Liberación del resarcimiento**

**Artículo 1327.-** El resarcimiento no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria, salvo pacto en contrario.

Por otro lado, la mayoría de entrevistados señalan que por lo general las partes incluyen la cláusula SB y ASB en las primeras versiones del contrato, pero éstas no permanecen en la versión final o se mantienen en silencio respecto de estas.

Siguiendo con el análisis de estas cláusulas, otra pregunta que se pidió responder fue cuáles han sido los principales sustentos o circunstancias en los cuales ha podido advertir una tendencia para incorporar las cláusulas SB o ASB en un proceso de M&A. Al respecto la mayoría de los entrevistados señalan que dependerá del poder de negociación y el apetito del comprador en adquirir el target. Sobre el particular, procederemos a citar al doctor Diego Carrión, quien en forma más completa responde a la pregunta:

...

En un M&A con negociación directa entre partes, se pueden incorporar cláusulas SB moderadas, usualmente sujeto a la negociación de ciertos aspectos favorables al vendedor (en los términos indicados en el numeral 3 anterior).

Al final, la posibilidad de un vendedor de pedir la inclusión de una cláusula ASB o de un comprador de incluir una cláusula SB dependerá generalmente (i) del poder de negociación (si estamos en un buyer o un seller market) que dependerá de muchas variables, (ii) el nivel de *disclosure* que haga (o quiera hacer) el vendedor en el DD, (iii) la confiabilidad que genere el DD en el comprador, (iv) el nivel de indemnidad que otorgue el vendedor al comprador, y (v) la posibilidad de contratar un seguro de reps & warranties. (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 19 de agosto de 2020)

Nuevamente, debemos destacar la respuesta de tres entrevistados, los abogados Fátima de Romaña, Víctor Lazo y Enrique Ferrando, donde consignan que la cláusula SB se da cuando la empresa no ha realizado un DD o no lo ha realizado en forma exhaustiva, para ello procedemos a citar al doctor Enrique Ferrando: “La cláusula SB es particularmente conveniente para el comprador cuando no realiza un DD de la empresa objetivo, o el DD realizado no es exhaustivo.” (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 20 de agosto de 2020)

Por lo tanto, encontramos que efectivamente no siempre se hace DD y el adquirente traslada ese no conocimiento al transferente a fin de asignarle dicho riesgo y encontrarse protegido ante cualquier contingencia que pueda surgir posterior al cierre. De

acuerdo con la mayoría de los expertos consultados, no existen incongruencias entre lo estipulado en el Código Civil Peruano y las cláusulas SB y ASB.

A su vez, varios expertos consideran que el Código Civil tiene una tendencia antisandbagging. Al respecto, citaremos la opinión del doctor Ricardo de la Piedra:

No, simplemente el CC peruano ha tomado una posición ASB (pro-vendedor), y el comprador es el que debe de tomar la batuta e incluir una cláusula SB en el contrato.

Los artículos 1503 y 1504: Señalan que el vendedor de un bien está obligado al saneamiento por vicios ocultos, eximiendo de esta categoría a “aquellos que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias”. El espíritu es que se exige al comprador comportarse de manera diligente para conocer las cualidades del bien que adquiere.

Los artículos 1326 y 1327: Disponen que el resarcimiento en un supuesto de inejecución de obligaciones no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria.

Este set de artículos dispone la imposibilidad de exigir la indemnización por daños ocasionados por la propia conducta del acreedor, haciendo que asuma el riesgo del acuerdo bajo un criterio de diligencia ordinaria.

Lo anterior nos permite concluir que, más allá de los pactos en contrario a los que puedan llegar las partes en una transacción, el Código Civil peruano ha adoptado una tendencia ASB. En tal sentido, depende de los asesores del comprador redactar una buena cláusula SB, declaraciones y garantías potentes y una buena cláusula de obligación de indemnización del vendedor para estar protegido. (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 20 de agosto de 2020)

La mayoría de los expertos considera que la inclusión de las cláusulas SB y ASB puede afectar la negociación de un M&A y el alcance del DD en vista a que es un punto que marca la transacción ya que dependiendo de la inclusión de una u otra cláusula el alcance del DD puede verse afectado. Si se incluye una cláusula SB, el adquirente no tendrá mayores incentivos para realizar un DD exhaustivo en virtud de que igual podrá reclamar una indemnización si se materializa una contingencia y si se incluye una cláusula ASB el adquirente tratará de realizar un DD lo más exhaustivo posible en vista a que su derecho a reclamar si estará limitado.

Sin embargo, también hay un grupo más pequeño de expertos que considera que no afecta en vista a que el DD se practica antes de revisar el contrato, porque el adquirente tratará igual de conocer todo lo que pueda del target.

Por otro lado, la mayoría de los expertos considera que es posible implementar las cláusulas SB y ASB en el sistema jurídico peruano sin entrar en conflicto con el principio de la buena fe.

Sobre el particular, citaremos la opinión del doctor Paolo Robilliard:

Sí. El solo hecho de que existan cláusulas SB y ASB no implica que haya un problema de buena fe.

Las declaraciones y garantías que se hacen en un contrato no tienen por qué ser una especie de declaración jurada respecto de la cual se espera una absoluta precisión. Las declaraciones "perfectas" no tienen por qué ser vistas como un aseguramiento de que la empresa es "perfecta", y por lo tanto su falsedad no tiene por qué ser vista (necesariamente) como un acto de mala fe.

Las declaraciones y garantías son una forma práctica de asignarle al vendedor el riesgo vinculado a las materias que se declaran. Su falsedad no necesariamente implica que el comprador fue engañado, sino que al vendedor le tocará asumir los costos derivados de dicha falsedad.

En ese sentido, el uso de las cláusulas SB y ASB no implica que las partes están legitimadas para actuar de mala fe. (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 11 de agosto de 2020)

Ahora bien, la mayoría de los expertos consultados consideran que el remedio más usual que tienen las partes si el contrato contiene una cláusula SB o ASB es una cláusula/obligación de indemnización. También un pequeño grupo de expertos considera que el remedio más usual está relacionado con el precio ya sea ajuste, retención del mismo.

Finalmente, la mayoría de los expertos consultados consideran que no sería conveniente establecer una norma especial en nuestra legislación para regular el tratamiento de las cláusulas SB y ASB en materia de M&A.

Las razones que mencionan los distintos expertos para no tener una norma especial son variadas, pero básicamente están en relación en la autonomía de las partes y la flexibilidad que tienen las partes de negociar dichas cláusulas.



Al respecto, a continuación, citaremos la respuesta brindada por la Dra. Liliana Espinosa:

Consideramos que no es necesario establecer una norma especial en nuestra legislación para regular el tratamiento de las cláusulas SB y ASB en materia de M&A. Creemos que el mercado de M&A en el Perú ha venido sofisticándose y sus actores son capaces de negociar y establecer libremente la forma cómo prefieren regular este punto en un contrato de compraventa de acciones. Ambas partes, debidamente representadas, se encuentran en capacidad de asumir compromisos y definir, de buena fe y de acuerdo a sus intereses, cómo debe ser asignados los riesgos de la transacción, y decidir sobre la inclusión de una cláusula *pro-SB* o ASB. En todo caso, si se estableciera una norma especial de este en nuestro ordenamiento, consideramos que debería tratarse de una norma supletoria y que resulte aplicable solo en caso las partes no hayan establecido una cláusula específica sobre la regulación de esta materia. (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 07 de agosto de 2020)

Sin perjuicio de ello, también hay otros expertos que consideran que sí sería deseable que exista una norma especial que las regule.

Sobre el particular, citaremos la respuesta brindada por el Dr. Oscar Benavides:

En vista de que, bajo nuestro sistema legal, los precedentes judiciales y arbitrales no son por lo general vinculantes, en nuestra opinión, sí sería deseable que existan normas expresas que regulen el tratamiento de cláusulas típicas en operaciones de fusiones y adquisiciones, importadas del sistema anglosajón (como cláusulas SB y ASB), de manera que generen mayor seguridad jurídica y certidumbre para los agentes involucrados en estas operaciones. (Cuestionario contenido en el Anexo 1, 18 de agosto de 2020)

## CONCLUSIONES

- El DD es una etapa fundamental del proceso de M&A, pues permite al adquirente no sólo analizar las contingencias del target sino además visualizar los pasivos ocultos, en caso los hubiera, mitigar y asignar riesgos, conocer más del target y evaluar otros aspectos como las sinergias, las oportunidades, entre otros aspectos, que la adquisición le podrían generar, y determinar el valor del target para una potencial inversión.
- Siendo el DD una etapa clave dentro del proceso, el haber realizado una buena planificación permitirá una reducción significativa de costos de transacción en virtud de que se invertirá menos en el acceso y recopilación de información y/o generará una mayor eficiencia en los costos de la negociación entre las partes.
- No obstante, hemos podido advertir como producto de la investigación es que existe una tendencia en el mercado de estandarizar los DD dejando de lado los beneficios que podría generar la planificación que comentábamos anteriormente.
- El proceso de vendor DD no solo es una buena práctica que debería realizar todo transferente sino también un medio para que los accionistas puedan conocer a mayor detalle el target antes de venderlo, pues muchas veces los accionistas desconocen de contingencias que esta pueda tener y les servirá para tomar las medidas necesarias para subsanar o atenuar las contingencias halladas. Asimismo, la realización de este permitirá tener una mejor estrategia de negociación a los accionistas ya que podrán tener mayor certeza en las fortalezas y debilidades del target, medir la expectativa de precio e incurrir en un menor tiempo para el cierre de la transacción. Si bien, como producto de la investigación hemos podido percatarnos que en el Perú no es usual realizar el vendor DD, algunos de los expertos consultados nos comentaron que ciertas empresas lo efectúan sobre todo cuando existía detrás un fondo de inversión.
- Dentro de los SPA las partes pueden negociar diferentes tipos de cláusulas como las reps and warranties, donde el adquirente querrá que el transferente realice la mayor cantidad de las mismas. Por su parte, el transferente querrá que se consiguen límites, topes, plazos y causas de reclamos para atenuar su responsabilidad. También se negociarán las cláusulas SB o ASB, donde cada parte se asignará riesgos y limitará su

responsabilidad ante una declaración falsa o inexacta. No obstante, a pesar de ser las cláusulas SB o ASB materia de negociación en muchos casos pasan en forma inadvertida, porque los usos y costumbres del mercado peruano las han ido tropicalizándolas y no se les ha dado la importancia que se les otorga en el Common Law.

- La cláusula SB servirá como una protección para el adquirente frente a los hechos que pudo conocer o que debió conocer antes del cierre, salvaguardando de esta manera su derecho a ser indemnizado. Por otro lado, la cláusula ASB impedirá que el adquirente pueda conseguir una indemnización por el incumplimiento de las reps, si cuando se cerró la transacción conoció o pudo conocer tal hecho. Es importante destacar, que a pesar de la trascendencia de las mencionadas cláusulas las partes tienden a negociarlas posteriormente a la realización del DD, cuando se debería tener claridad previamente sobre los alcances del DD que podrían jugar un papel determinante para el adquirente en la negociación y reducir los costos de transacción.
- La negociación en las cláusulas SB o ASB tienen un impacto directo y se encuentra muy vinculado al mayor o menor flujo acceso de la información que se ha tenido durante el DD si estas se negocian de manera previa a iniciar el DD. En efecto, la cláusula SB genera los incentivos y desincentivos siguientes: (i) que sea irrelevante el “conocimiento” del adquirente respecto del hecho que motiva el reclamo, (ii) que el transferente no tendrá incentivos para entregar información relevante y tratará de mitigar su responsabilidad estableciendo dentro de los reps & warranties mayores limitaciones y acortando el tiempo de responsabilidad, entre otros, y (iii) que el riesgo que asumirá el adquirente lo trasladará al precio del target. Lo señalado en los puntos (i) y (ii) termina afectado los objetivos del DD. En el caso de la cláusula ASB los incentivos y desincentivos que generará en la transacción son: (i) que el transferente colaborará con el adquirente en otorgarle toda la mayor información posible, (ii) que el adquirente intentará reducir el alcance del DD y (iii) que el riesgo que soportará el adquirente lo traslade al precio a pagar por el target, porque verá limitado su derecho a interponer un reclamo al transferente con posterioridad al cierre.
- Las partes deberán regular en el SPA las definiciones, las declaraciones, obligaciones, garantías y consecuencias que se generarían ante cualquier incumplimiento contractual, a fin de evitar que las normas supletorias como las del Código Civil puedan entrar a llenar los vacíos dejados en el contrato. Por ejemplo, no haber pactado

expresamente una cláusula SB, podría generar que el adquirente vea limitado su derecho a ser indemnizado por aquellos hechos que el transferente le haya revelado con anterioridad al cierre de la transacción toda vez que existe una tendencia ASB en el Código Civil Peruano.

- La inclusión de la cláusula SB o ASB pueden depender de: (i) quien tenga el mayor poder de negociación, (ii) que tan grande es el apetito de compra del adquirente o de venta del transferente, (iii) el nivel de confort con la calidad y el flujo de información que le genere al adquirente el DD, (iv) el nivel de saneamiento legal de la compañía, (v) el mercado específico del target, si es regulado o no, (vi) si el target tiene externalidades importantes, (vii) la dimensión del target, (viii) el conocimiento del sector por parte del adquirente del target, (ix) el poder limitar la responsabilidad del transferente estableciendo umbrales, acotando tiempo de responsabilidad, entre otros. Notamos en la investigación que la tendencia de la mayoría de los abogados es limitar los alcances de dichas cláusulas o no aceptarlas en los contratos.
- Si bien la utilización de la cláusula SB podría implicar que el adquirente a pesar de conocer la falsedad o inexactitud de la declaración realizada por el transferente sea indemnizado en caso se materialice una contingencia, no atentaría contra el principio de buena fe regulado en el Código Civil Peruano en la medida que las partes negocien en forma abierta, en igualdad de condiciones la incorporación de esta cláusula que lo que pretende es asignar riesgos a cada parte. Asimismo, en aplicación del principio de autonomía de las partes, de la libertad contractual que rigen el sistema jurídico peruano no habría una colisión con el principio de la buena fe. Lo que no está permitido por nuestro ordenamiento jurídico es actuar de mala fe e incorporar la cláusula SB no es un acto de mala fe.

## RECOMENDACIONES

- El rol del asesor legal es fundamental en todo el proceso de M&A, por eso le recomendamos a los accionistas y/o abogados in-house realizar previamente al proceso entrevistas a los asesores externos contratados a fin de conocer la estrategia que usarán frente al M&A a realizar. Las partes deberán asegurarse de que sus asesores cuenten con expertise en este tipo de operaciones y un plan de acción, pues esto coadyuvará al éxito de la operación.
- Los asesores legales deberían advertir a sus clientes sobre los grandes beneficios que otorga la realización de un vendor DD, en especial a los potenciales transferentes que no conocen con profundidad el target. Ello con el fin de que conozcan el target de una forma más detallada y así eviten ajustes en el precio final por contingencias que pueden ser subsanadas rápidamente antes de iniciar el proceso de M&A.
- Si bien producto de la investigación hemos podido advertir que no es una práctica usual negociar de manera previa las cláusulas SB o ASB, consideramos que los abogados de M&A, deben considerar dentro de su estrategia de negociación realizar de manera anticipada la negociación de las cláusulas SB o ASB según corresponda. Dicha negociación deberá realizarse de manera proactiva y no reactiva, ya que permitirá que las partes decidan el alcance del DD.
- Se debe procurar que los DD que realizan los potenciales adquirentes no se hagan de forma estandarizada, ya que cada transacción es única por lo que debe realizarse un análisis previo y averiguar qué es lo que se busca conocer con el mismo, más allá de las contingencias legales.
- Consideramos que no es necesario que exista una norma especial que regule las cláusulas SB y ASB. A la fecha, están se vienen utilizando, sin mayor problema, en virtud de la autonomía de las partes, a la libertad contractual, principios que rigen nuestro sistema jurídico. Existen casos, como este, donde la regulación podría ocasionar complicaciones en la negociación de estas lo que podría afectar

de alguna forma a los procesos de M&A en nuestro país. Por eso, en situaciones como estas resulta más saludable que las partes lo regulen sin intervención estatal.



## REFERENCIAS

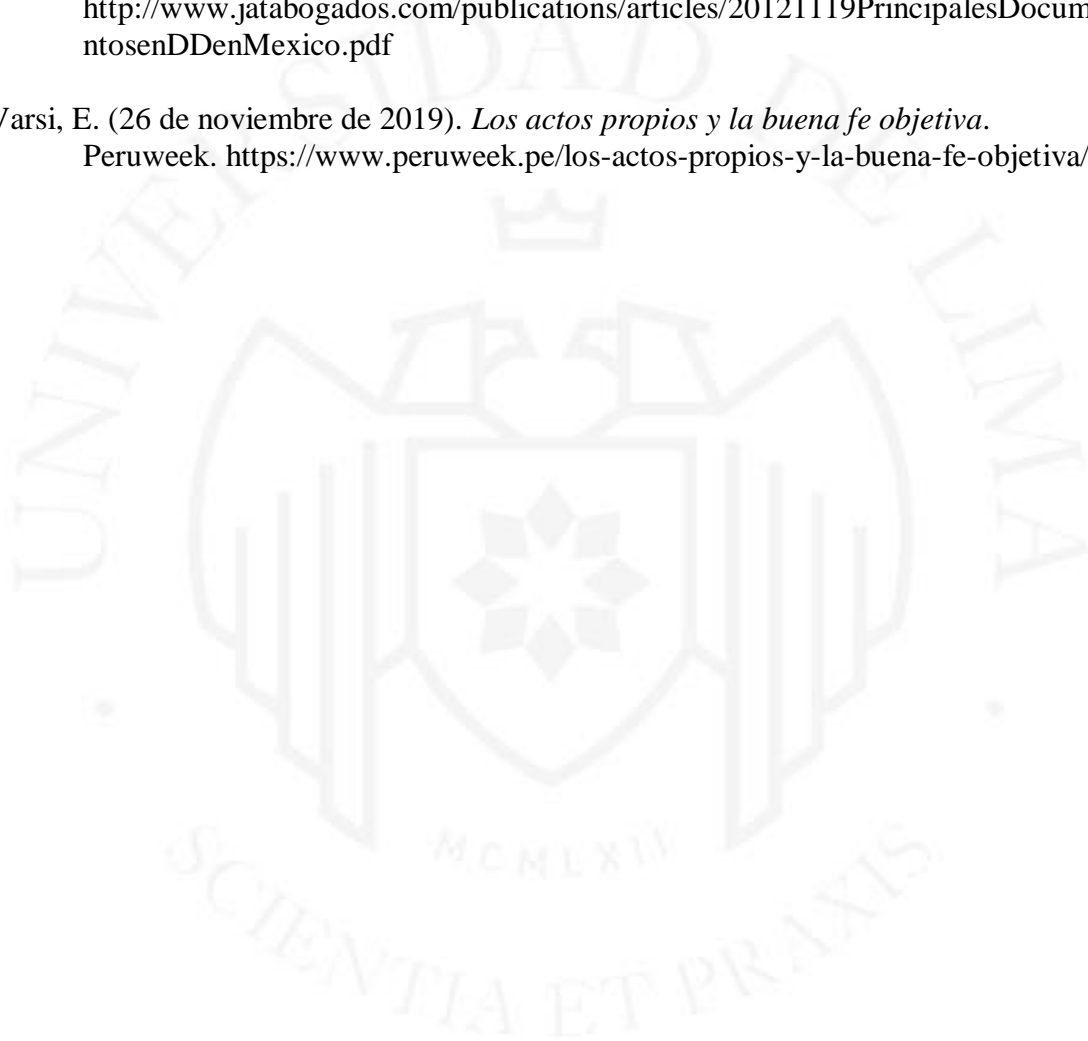
- Aguayo, J. (2011). *Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos Español*. Aranzadi SA.
- Amiel, S. (2015). Consideraciones prácticas respecto al régimen de indemnización en el marco de una compraventa de acciones. En C. Soto (Ed.), *Fusiones & Adquisiciones* (pp.117-141). Instituto Pacífico S.A.C.
- Arata, C. E., & Cáceres, W. (2019). La etapa preliminar en los M&AS. *Revista de Actualidad Mercantil*, 6, 110-121.  
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/actualidadmercantil/article/view/21703/21252>
- Boisset, R. (2015). Las Declaraciones y Aseveraciones: su relación con las obligaciones de Indemnidad en los contratos de compraventa de acciones. En C. Soto (Ed.), *Fusiones & Adquisiciones* (pp.143-154). Instituto Pacífico S.A.C.
- Carrasco, A. (2004). Manifestaciones y Garantías y responsabilidad por incumplimiento. En J. Alvarez & A. Carrasco (Ed.), *Fusiones y Adquisiciones de Empresas* (pp. 257-308). Aranzadi SA.
- Cely, J. E. (2017). *Análisis Económico de la Buena Fe objetiva en Colombia: La atribución del riesgo por pérdida de la cosa debida*.  
[https://www.up.edu.pe/UP\\_Landing/alacde2017/shortspapers/3-Analysis-Economico-Buena-Fe-objetiva.pdf](https://www.up.edu.pe/UP_Landing/alacde2017/shortspapers/3-Analysis-Economico-Buena-Fe-objetiva.pdf)
- Cobo, J. L. (20 de junio de 2019). *Vendor Due Diligence*. ilp Abogados.  
<https://www.ilpabogados.com/vendor-due-diligence/>
- Decreto Legislativo Nro. 295, Código Civil, (25 de julio de 1984).  
[http://spijlibre.minjus.gob.pe/normativa\\_libre/main.asp](http://spijlibre.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp)
- Ley Nro. 26887, Ley General de Sociedades, (9 de diciembre de 1997).  
[http://spijlibre.minjus.gob.pe/normativa\\_libre/main.asp](http://spijlibre.minjus.gob.pe/normativa_libre/main.asp)
- De la Piedra, R. (03 de abril de 2018). Aplicación de las cláusulas sandbagging y antisandbagging. *Lex Latin*. <https://lexlatin.com/opinion/aplicacion-de-las-clausulas-sandbagging-y-antisandbagging>
- De la Piedra, R. (18 de febrero de 2020). Estrategias de la negociación en el M&A: aplicación de cláusulas sandbagging y antisandbagging. *Jurídica: Suplemento de Análisis Legal de El Peruano*.  
<https://elperuano.pe/suplementosflipping/juridica/764/index.html>

- De Trazegnies, F. (2005). La verdad construida: algunas reflexiones heterodoxas sobre la interpretación legal. *THEMIS-Revista de Derecho*, 51, 31-42.  
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8788/9177>
- Espinosa, L., & Trelles, O. (2015). Desinversiones por fondos de inversión o private equity. En C. Soto (Ed.), *Fusiones y Adquisiciones* (pp. 21-52). Instituto Pacífico SAC.
- Flores Juarez, O. (2016). *Análisis del contrato de compraventa de activos y del derecho inmobiliario en el marco jurídico mexicano*. [Tesis de Licenciatura, Universidad Panamericana]. <http://biblio.upmx.mx/tesis/153090.pdf>
- García Miró, M. (2015). La Due Dilligence Legal y sus efectos en la compraventa de empresas. [Tesis de Maestría, Universidad de Barcelona].  
[http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/67950/1/TFM\\_mario%20garcia%20miro.pdf](http://diposit.ub.edu/dspace/bitstream/2445/67950/1/TFM_mario%20garcia%20miro.pdf)
- Gomez, R., & Cuñado, F. (16 de octubre de 2013). *Contratos internacionales y su terminología: (I) Qué son representations and warranties*. Lawyerspress news.[http://www.lawyerpress.com/news/2013\\_10/1610\\_13\\_007.html](http://www.lawyerpress.com/news/2013_10/1610_13_007.html)
- Granda, C., & Saavedra, R. (2 de octubre de 2015). Estrategias en transacciones de M&A - Sandbagging. *Forseti Revista de Derecho*.  
<http://forseti.pe/periodico/articulos/estrategias-en-transacciones-de-m-a-sandbagging/>
- Granda, C., & Bosshard, N. (2018). Sandbagging, o en referencia a un aspecto de la distribución convencional del riesgo en M&A (o en transferencias de unidades económicas generadoras de flujos - o productivas-). En C. Soto (Ed.), *Fusiones y Adquisiciones* (pp. 171-191). Instituto Pacífico S.A.C.
- Hallet, R. (2004). Due Diligence. En J. Alvarez & A. Carrasco (Eds.), *Fusiones y Adquisiciones de empresas* (pp.145-202). Aranzadi SA.
- Israel, L. (2012). Fusiones y Adquisiciones . *Revista de Actualidad Mercantil*, 1, 28-36.  
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/actualidadmercantil/article/view/12890/13471>
- Italiani, F., & Serra, P. (2015). Comentarios sobre los procesos de adquisición de empresas no cotizadas. En C. Soto, *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 169 - 180). Instituto Pacífico SAC.
- Jimenez, F. (2007). *El proceso de transferencia de paquetes accionarios*. Ábaco de Rodolfo Depalma S.R.L.
- JL Casajuana Abogados .(27 de julio de 2017) *La integración vertical e integración horizontal entre empresas*. <http://jlcasajuanaabogados.com/la-integracion-vertical-e-integracion-horizontal-entre-empresas/>



- Laudo arbitral No. 1526-2012 (Santiago). (10 de julio de 2015) Centro de Arbitraje y Mediación - Cámara de Comercio de Santiago.  
<http://www.camsantiago.cl/informativo-online/2017/01/docs/SENTENCIA%201526.pdf>
- Ledesma, J. (15 de enero de 2016). *Utilidad del proceso de Vendor Due Diligence en el contexto de una transacción*. Mazars.  
<https://creandosolucionesdevalor.com/2016/01/15/utilidad-del-proceso-de-vendor-due-diligence-en-el-contexto-de-una-transaccion/>
- Linares, A. (2014). La validez de la cláusula de Pro-Sandbagging pactada en los contratos de compraventa de acciones y de activos en el sistema jurídico colombiano. *Revista de Derecho Privado*, 52, 1- 25.  
<http://dx.doi.org/10.15425/redepriv.52.2014.13>
- Novais, R., Pallis, A., Rolim de Mello, C., Mara, G., Figueredo, C., Gentil, F., & Ribeiro, J. (2015). Los desafíos de importar conceptos del derecho anglosajón en los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña. En C. Soto (Ed.), *Fusiones & Adquisiciones* (pp.195-220). Instituto Pacífico S.A.C.
- Novak , F. (1997). Los principios generales del derecho : la buena fe y el abuso del derecho. *Agenda Internacional*. 4(9), 109-134.  
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/agendainternacional/article/view/7188>
- Osterling, F. (Noviembre de 2007). *Interpretación de la Ley y de los Contratos*.  
<http://www.osterlingfirm.com/Documentos/articulos/Art.%20Interpretaci%C3%B3n%20de%20la%20Ley.nov%202007.pdf>
- Payet, J. (2009). Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor. *Ius Et Veritas*, 19(39), 66-100.  
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12169>
- Payet, J. (2015). Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresa y la responsabilidad del vendedor. En C. Soto (Ed.), *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 85-116). Instituto Pacifico SAC.
- Piazza, W. (29 de mayo de 2015). La importación de figuras contractuales: Sobre la naturaleza jurídica de las declaraciones y garantías en el derecho. *Enfoque Derecho*. <http://enfoquederecho.com/civil/la-importacion-de-figuras-contractuales-sobre-la-naturaleza-juridica-de-las-declaraciones-y-garantias-en-el-derecho-peruano>
- PwC Perú. (2019). *Estudio de Fusiones y Adquisiciones 2019*.  
<https://www.pwc.pe/es/publicaciones/assets/Peru-Deals-Survey-2019.pdf>
- Rebaza, A., & Ochoa, L. (2015). Controversias principales en contratos de compraventa de acciones. En C. Soto (Ed.), *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 53-70). Instituto Pacifico S.A.C.

- Soto, C. (2003). La autonomía privada y la buena fe como fundamento de la fuerza obligatoria del contrato. *Vniversitas*, 106, 519-562.  
<https://www.redalyc.org/pdf/825/82510616.pdf>
- Tejada, M. I., Tokushima, T., Zecenarro, M., Vidal, A., Sarria, C., Aranibar, S., Tejada, A. Fort, M., Solorzano, C. (2011). La Due Diligence Legal. *THEMIS - Revista de Derecho*, 59, 213-227.  
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9105/9516>
- Treviño, J. (Noviembre de 2012). *Comentarios sobre un Due Diligence en México*. J.A. Treviño Abogados.  
<http://www.jatabogados.com/publications/articles/20121119PrincipalesDocumentosenDDenMexico.pdf>
- Varsi, E. (26 de noviembre de 2019). *Los actos propios y la buena fe objetiva*. Peruweek. <https://www.peruweek.pe/los-actos-propios-y-la-buena-fe-objetiva/>





**ANEXOS**

## **ANEXO 1: CUESTIONARIO PARA EXPERTOS**

1. ¿Cuáles considera que son las razones principales por las cuales un proceso de due diligence (en adelante, “DD”) deba conducirse como parte de las actividades a realizarse antes de una inversión, desinversión o adquisición de una empresa?

### **Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

En un proceso de M&A el due diligence es vital. Descubrir la real situación de la empresa y sus contingencias permite no sólo aplicar tales eventuales pérdidas al precio, sino que además le dan contenido al contrato de adquisición.

Así, las contingencias determinan qué debe realizarse antes de la compra (p.e. permisos que deben obtenerse de terceros o autoridades), lo que se denomina condiciones precedentes; qué obligaciones de hacer asume el vendedor (o el comprador) a fin de poder cerrar la transacción o incluso luego de esto; cuáles declaraciones y garantías deberán otorgarse; cómo será el pago de la indemnidad en caso la contingencia se haga realidad; y cómo pago el precio (si hay retención o no, si va a haber un earn out, etc.

### **Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

Para valorizar adecuadamente a una empresa se requiere contar información sobre sus activos, pasivos, operaciones, permisos, contratos, entre otros. Sin embargo, en toda transacción de M&A existe mucha asimetría informativa entre el vendedor (o receptor de la inversión) y el adquirente (o inversionista). Esa asimetría informativa impide que un inversionista diligente pueda tomar una decisión de inversión.

Los procesos de DD sirven para reducir esa asimetría informativa y conceder al comprador información razonablemente suficiente sobre el activo a ser adquirido o la empresa en la cual se va a invertir.

### **Respuesta de los doctores Fátima de Romaña y Victor Lazo:**

La razón principal es conocer el status de contingencias de una empresa o de un determinado activo, antes de llevar adelante la inversión. Esto es fundamental por cuanto entrar “a ciegas” a una inversión o compra de activos puede resultar en asumir

contingencias importantes tales como las tributarias o laborales que, incluso, podrían implicar consecuencias monetarias equivalentes o hasta superiores del monto de la transacción.

**Respuesta del Dr. Enrique Ferrando:**

El DD es una herramienta que permite al comprador tener una noción más precisa de la situación de la empresa en la que pretende invertir, así como de los riesgos y contingencias a los que dicha empresa se puede ver expuesta. El resultado del due diligence ayuda al inversionista a establecer el precio final de su oferta de compra, o le sirve de base para renegociar el precio ya ofrecido, y le sirve igualmente de fundamento para incorporar en el contrato de compra estipulaciones que trasladen al vendedor la responsabilidad o el costo de ciertas contingencias y riesgos advertidos durante el DD. No todas las legislaciones exigen que los contratos se negocien de buena fe. En aquellas en que no, es posible que el comprador realice un DD y luego mantenga en reserva sus descubrimientos, para reclamar posteriormente al vendedor sobre aquellos riesgos y contingencias que fueron conocidos por el inversionista durante las tratativas, y que guardó en reserva para exigir posteriormente indemnizaciones y compensaciones. En el Perú ello no es posible, a menos que se pacte. El artículo 1327° del Código Civil establece que el resarcimiento no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria, salvo pacto en contrario. Del mismo modo, el artículo 1504° del Código Civil establece que no se consideran vicios ocultos los que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias. Por lo tanto, si un inversionista realiza una compra bajo la ley peruana y no se reserva el derecho de reclamar por daños que pudo evitar, tiene la obligación de actuar diligentemente, toda vez no podrá posteriormente reclamar por aquellos daños que pudo evitar realizando un due diligence razonable de la empresa objetivo. Desde luego, no siempre los inversionistas realizan un due diligence exhaustivo, o siquiera, uno preliminar. En ocasiones, el inversionista toma la decisión de comprar simplemente basándose en la información que le proporciona el vendedor. En este caso, se suele estipular que después de la compra, el adquirente podrá realizar un due diligence, previéndose un mecanismo para formular reclamos derivados de las contingencias que aparezcan como consecuencia de este análisis.

**Respuesta del Dr. Ricardo de la Piedra:**

La principal labor de los asesores legales y financieros en un proceso de M&A es alinear los intereses e incentivos de las partes: (i) los del vendedor de vender al mejor precio y con la menor carga de obligación de indemnización post cierre; y (ii) los del comprador de pagar el precio que corresponda y mantener una obligación de indemnización amplia contra el vendedor por controversias post cierre. Esto no se puede lograr sin romper el principal factor de riesgo: la asimetría informativa. A través del DD y de las declaraciones y garantías las partes se posicionan en una situación más equilibrada para negociar el contrato y las prestaciones a cargo de las partes, a través de la asignación de riesgos entre ellas.

**Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

Es importante realizar un DD antes de realizar una inversión o adquisición de una empresa a fin de conocer con mayor detalle la compañía objetivo desde una perspectiva financiera, contable y legal. Asimismo, el DD legal permite identificar contingencias en la compañía objetivo que podrían llevar al potencial inversionista o adquirente a decidir continuar o no con dicha inversión o adquisición. Finalmente, haber llevado un DD exhaustivo permitirá al potencial inversionista o adquirente a mitigar y asignar adecuadamente los riesgos vinculados a las contingencias identificadas durante dicho proceso en los documentos de la transacción (*p.e.*, contrato de compraventa de acciones).

Resulta también interesante para el vendedor realizar un DD antes de una desinversión (también conocido como *vendor's due diligence*), ya que le permite identificar de manera anticipada las contingencias que potenciales compradores podrían identificar en el DD de compra. Realizar un adecuado *vendor's DD* contribuirá a que el vendedor pueda corregir contingencias antes de una desinversión, y asimismo, acelerar el proceso de venta si comparte con los potenciales adquirentes dicho reporte.

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

Porque, como es natural, las partes suelen considerar necesaria la asignación de riesgos para tener predictibilidad respecto de posibles consecuencias futuras.

La adquisición de una participación en una persona jurídica implica la asunción de una serie de riesgos que no son visibles a primera vista (y quizá ni siquiera luego de un proceso de DD), y que podrían afectar la inversión realizada (aun cuando se trate de una persona jurídica que confiere responsabilidad limitada).

Por un lado el transferente podría no estar dispuesto a que se le atribuyan todas las consecuencias negativas de los pasivos ocultos y contingencias, y por otro lado el adquirente suele no estar dispuesto a asumirlas completamente (o podría desistirse de la inversión luego de conocer los resultados del DD). El DD ayuda a visibilizar esos pasivos ocultos y contingencias, y favorece los acuerdos de asignación de riesgos entre las partes.

### **Respuesta del Dr. Jorge Muñiz:**

El DD de la empresa es elemental para conocer la situación financiera, legal y contable si se tiene interés en invertir en esta, adquirirla por completo, o vender parte del negocio. Sobre todo, cuando estamos de lado del comprador se recomienda que se haga un DD legal, financiero y contable para determinar cuál es la situación de la empresa y sus obligaciones. La parte legal generalmente abarca los aspectos societarios, tributarios y laborales, sin embargo, es importante tener en cuenta otros aspectos relacionados al negocio que se deben analizar, por ejemplo, cuando estamos frente a una inversión en una empresa minera es fundamental que se revisen los permisos que esta cuenta para continuar con el negocio, lo mismo para una hidroeléctrica, un puerto, una tienda, etc. por eso como parte del equipo que llevará a cabo del DD se debe incluir además a los especialistas en cada materia dependiendo del negocio. No es lo mismo elaborar un DD para la adquisición de una empresa minera que de una empresa de retail, es importante tener en cuenta que cada una tiene sus particularidades y estas deben ser revisadas por los abogados especialistas para levantar cualquier *red flag* que luego se negociará en el contrato de compraventa y también podría afectar el precio que se paga por la adquisición del negocio. Por eso, el proceso de DD no será el mismo para las diferentes transacciones, dependerá mucho del *target* donde se está interesado en invertir. De la misma manera, el proceso de DD permite conocer los riesgos ocultos, así como pasivos en la empresa y la probabilidad de que estos se materialicen. Estas contingencias que se pudieran encontrar van a definir si la transacción se llevará a cabo o no y la forma cómo se negocia el M&A; además de incluir aspectos del resultado de este en el contrato de compraventa de

acciones, sobre todo en las cláusulas de representaciones y garantías que se dan el vendedor y el comprador sí como los *earn outs* o ajustes de precio. Igualmente, el DD permitirá que se determine el valor de la empresa para una potencial inversión en esta, si bien este valor no lo definen los abogados, los resultados que arrojen el DD siempre serán de gran importancia para que se le de un valor adecuado a una empresa o activo.

Respecto a la desinversión, en los últimos años, con la sofisticación de las transacciones de compraventa de empresas, los vendedores también han empezado hacer DD internos de las compañías antes de que estas sean vendidas, con la finalidad en muchos casos de corregir aquellas contingencias o potenciales contingencias antes de transferir el negocio y con eso lograr un mayor valor en la empresa, o también para conocer cuál es el valor de la empresa de acuerdo con su propio análisis de DD. Es impresionante las sorpresas que potenciales vendedores encuentran al momento de hacer su propio DD, desde contratos laborales que no cumplen con la regulación aplicable, hasta actuaciones criminales de algunos funcionarios de la empresa que van en contra de toda norma de compliance y disminuyen el valor de la empresa.

**Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

Del lado del comprador o inversionista, la razón principal de conducir un DD es la de verificar que las expectativas del negocio y de los elementos que componen a este (e.g., contratos principales, activos relevantes, permisos, licencias y autorizaciones, empleados claves, etc.) corresponden a la realidad, reduciendo así incertidumbre y riesgos asociados con, entre otros, la falta de capacidad para operar, o comenzar a operar, el negocio o la imposibilidad de generar flujos estables según el tipo de industria y negocio.

La mitigación de los riesgos indicados en el párrafo anterior usualmente se complementa con declaraciones y garantías que otorga el vendedor o la sociedad en el contrato principal de la transacción, sumado a la contratación, cada vez más frecuente, de pólizas de seguro que cubren falsedades o inexactitudes de dichas declaraciones.

En la práctica, la existencia de contingencias o pasivos relevantes como resultado del DD practicado por los asesores del comprador o inversionista afecta la valorización del negocio, lo cual usualmente se traduce en: (i) un impacto en el precio o inversión, y/o (ii) la negociación de mecanismos que permitan un cobro rápido y efectivo ante la



materialización de dichas contingencias o pasivos (e.g., holdback y/o depósito de parte del precio en escrow hasta vencimiento de plazo de prescripción).

Por el lado del vendedor, las principales razones por las cuales se practica un DD de la empresa objeto de la transacción son las siguientes: (a) manejar expectativas de valor y, por tanto, precio de venta del negocio, (b) darle celeridad a los DD de los interesados, poniendo a disposición de estos un informe de DD<sup>7</sup>.

Finalmente, aunque menos usual, en algunas transacciones los vendedores o la sociedad llevan a cabo un DD sobre los compradores o inversionistas para verificar (1) la capacidad financiera de estos de cumplir con sus obligaciones previstas en el contrato (principalmente, la obligación de pago de precio o de inversión), (2) que no están involucrados en actividades ilícitas o en transacciones de legitimación de capitales, y (3) que los activos o negocios del comprador o inversionista no impidan que se efectivice o cierre la transacción en razón de normas en materia de control de fusiones o concentraciones empresariales.

**Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

Las principales razones serían (i) confirmación de valor (precio) del activo que se está adquiriendo; y (ii) visibilidad sobre las posibles contingencias que pudiese tener el activo para negociar con mayor sustento la asignación del riesgo de ocurrencia de dichas contingencias.

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

El proceso de DD para los fines señalados, es una herramienta de información cuyo objetivo es la mitigación de riesgos. Implica la investigación, análisis e interpretación de la situación de una entidad objetivo de la operación (comúnmente denominada “*Target*”) para evaluar posibles riesgos, permitiendo una radiografía empresarial, generalmente desde las perspectivas financiera y legal. Está presente en operaciones que, debido a su magnitud o importancia, hacen aconsejable una revisión de las entidades objetivo-involucradas, para asegurar la efectividad de la operación.

---

<sup>7</sup> Esto se ve usualmente en procesos competitivos de venta, en donde participan varios interesados (y no en negociaciones bilaterales).

Desde la perspectiva legal que nos ocupa, la relevancia del DD radica en que tiene como finalidad identificar las oportunidades y riesgos; y los pasivos y contingencias en el marco de una operación mercantil determinada. La falta de su realización, en una operación específica, supondría no atender aspectos relevantes que podrían devenir en dificultades legales de gran magnitud una vez realizada la operación.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

Un DD permite conocer la situación legal y, dependiendo del alcance del DD, la situación financiera y contable de una sociedad objetivo.

Generalmente, un potencial comprador o inversionista realizará una revisión financiera y legal de la sociedad para determinar si existen potenciales contingencias o contingencias inminentes respecto de la potencial inversión o desinversión, lo cual impactaría en la negociación del precio de adquisición de la compañía materia del DD, así como de otras cláusulas referidas a asunción de riesgos entre las partes.

En el caso de desinversiones, el vendedor podría realizar un DD de la sociedad (*vendor due diligence*) con el fin de analizar cuáles podrían ser los aspectos a ser negociados por un potencial comprador en cuanto a precio u obligaciones de indemnidad. Asimismo, y dependiendo de la oportunidad y urgencia de la desinversión, realizar un *vendor due diligence* permitiría al vendedor la oportunidad de subsanar las potenciales contingencias identificadas y con ello tener una mejor posición en las negociaciones de venta respecto del precio de la sociedad objetivo. A su vez, un *vendor due diligence* puede facilitar la cotización y contratación de un “*reps & warranties insurance*”, en caso se quiera utilizar este mecanismo novedoso de seguros de M&A en lugar de solicitar en el camino *escrows*, garantías o similares a los accionistas vendedores.

2. En su experiencia: ¿Con cuánta frecuencia los vendedores y compradores realizan un DD previo a los procesos de negociación de una inversión, desinversión o adquisición de una empresa y cuál es el alcance común de este? ¿Y cuál es el tipo, sector, tamaño de empresas que lo realizan? Comente su respuesta por favor.

**Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

Son muy pocos los casos en los que no se hace el due diligence por las consideraciones mencionadas más arriba. En mi experiencia, ello sólo ocurre cuando la empresa a adquirir tiene mucha información pública y los accionistas no tienen mucho acceso a la información por cuanto el accionariado es difundido, por lo que prefieren que la administración de la empresa no conozca de las negociaciones.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

En todas las transacciones entre partes no vinculadas sofisticadas se realizan procesos de DD como condición para el cierre de la transacción,

El alcance del DD (materias a ser revisadas, materialidad, etc.) varía según la industria y perfil del inversionista, pero en general siempre se realiza con un alcance y profundidad suficientemente razonable como para que el comprador/inversionista tenga la tranquilidad que está tomando una decisión informada.

Hay que tener en cuenta que los DD no se limitan sólo a lo legal. En procesos de adquisición/inversión sofisticados, se realizan, además del DD legal, DD contables, financieros, operacionales, ambientales, de compliance, de ESG, sociales, entre otros.

**Respuesta de los doctores Fátima de Romaña y Victor Lazo:**

Es bastante frecuente en el caso de los compradores y algo que siempre recomendamos hacer. En el caso de los vendedores, es menos frecuente que ellos hagan un DD sobre sus propias empresas o activos, pero cuando un vendedor se está preparando para la venta o en busca de un comprador, nosotros siempre recomendamos que ellos mismos hagan un DD, para estar mejor preparados cuando el potencial comprador lo haga.

**Respuesta del Dr. Enrique Ferrando:**

En mi experiencia, el inversionista por lo general realiza un DD previo a la compra, y solo cuando el proceso de DD ha finalizado, se termina de negociar el contrato. He conocido casos, sin embargo, en los que se ha celebrado un contrato preliminar, en el que se ha establecido un precio también preliminar, sujeto a los resultados del DD que luego de la suscripción del contrato realizaría el inversionista. Todas las condiciones del acuerdo se estipulan en el primer contrato, pero el precio acordado es referencial, estipulándose que éste será reajustado en función de las contingencias que el comprador descubra y documente en función del DD. En las compras pequeñas, en ocasiones es más eficiente hacer un due diligence ex post que previo. La naturaleza y alcances del due diligence en ocasiones depende también del interés que motiva al inversionista a comprar. Por ejemplo, si el inversionista quiere adquirir una empresa con la finalidad de hacer suyo el mercado de esa empresa, probablemente el due diligence estará más enfocado en los contratos de suministro que tenga la empresa, que en otros aspectos.

**Respuesta del Dr. Ricardo de la Piedra:**

- a) En adquisiciones de empresas y activos (incluyendo inversiones a cambio de acciones y desinversiones de una empresa ) el due diligence es un paso usual y frecuente. Ayuda a detectar contingencias que pueden incluirse como indemnizaciones especiales, reducir el precio base y en el peor de los escenarios retirarse de una compra. Desde el punto de vista del comprador, una práctica frecuente pero poco utilizada es el Vendor's due diligence, precisamente, para estar preparado para el DD del comprador.
- b) En adquisiciones de empresas y activos entre accionistas (incluyendo desinversiones vía compra de acciones por otro : en buyouts no es usual el due diligence porque se entiende que el comprador tiene conocimiento de la empresa al ya ser accionista de la misma. Usualmente la asignación de riesgos se da a través de los reps.
- c) En desinversiones: Tampoco es usual el due diligence en desinversiones vía reducción de capital por la misma razón.

**Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

En nuestra experiencia, prácticamente en todas las transacciones vemos que los compradores realizan un DD previo a los procesos de negociación de una inversión o

adquisición de una empresa. Lo vemos en todo tipo de inversionistas, financieros o estratégicos, de todo tamaño y de manera transversal en todas las industrias. En lo que respecta al tipo de DD, es cada vez más común que nuestros clientes nos soliciten realizar un DD de contingencias significativas (*red flags*), en lugar de un reporte de DD descriptivo y más extenso (*p.e.*, uno que incluya resúmenes detallados de contratos). Es menos usual ver que vendedores realicen un proceso de DD previo a una desinversión, sin dejar de ser una práctica que vemos en el mercado.

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

Los vendedores (*vendor DD*) pocas veces, en cualquier tipo de empresa. Los compradores casi siempre, cuando se trata de inversiones relevantes (salvo que el comprador ya sea accionista).

Los procesos de DD suelen cubrir aspectos legales, tributarios (especialmente desde una perspectiva contable y financiera, pues es relevante la cuantificación de los pasivos o contingencias), contables, financieros y de negocios. Los alcances exactos dependen mucho del caso particular, siendo relevante, por ejemplo, las dimensiones de la empresa (*target*) y de la inversión para determinar el tipo de pasivos y contingencias que son objeto de la búsqueda (materialidad).

También es relevante el tiempo disponible, así como qué tanto el comprador está dispuesto a confiar en lo declarado por el vendedor.

**Respuesta del Dr. Jorge Muñiz:**

A lo largo de los años he podido ver que la frecuencia con la que el comprador realiza un DD es cada vez mayor y me atrevería a decir que en estos momentos ya no existe posibilidad de que un inversionista no realice un DD antes de adquirir una empresa, un activo, o hacer una inversión importante. A partir de la apertura de la economía en el Perú desde los años 90's se empezaron a ver importantes inversiones extranjeras y las empresas empezaron a crecer y profesionalizarse. Tanto las empresas familiares del Perú como por ejemplo Corporación Wong, Corporación Lindley, empresas mineras iniciaron

un proceso de sofisticación y las inversiones que hacían siempre iban de la mano de una adecuada revisión del negocio donde decidían invertir o desinvertir. Además, con la llegada de la inversión extranjera al país también, se empezaron a implementar algunos mecanismos necesarios y casi obligatorios para invertir en un negocio, adquirir una empresa o activo, así como desinvertir, uno de ellos fue la implementación obligatoria de antes de cerrar la compra de un negocio, un activo o una inversión, hacer un DD sobre este. Adicionalmente a ello hace muchos años, los abogados peruanos también nos hemos visto en la necesidad de adaptarnos a los mecanismos que involucran los complejos procesos de compraventa de empresas. Ahora nuestros clientes son clientes no sólo locales si no también extranjeros que demandan de nuestra asesoría legal en todas sus especialidades. Por eso, los equipos de DD que están involucrados en la transacción y negociación del contrato son equipos multisectoriales, como comentaba al inicio, las áreas que siempre van a estar involucradas en la compra de una empresa son corporativo, laboral y tributario, por eso cuando llega una potencial transacción de compra de una empresa o venta de esta se debe convocar a todo el equipo que puede aportar valor en el conocimiento del negocio en el que se va a ejecutar esta transacción.

**Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

Muy rara vez no se realiza un DD. Incluso cuando se compra una empresa en términos “como está y dónde está” (*as is, where is*) se hace un DD para verificar que los elementos fundamentales (i.e., propiedad de las acciones y existencia de los activos y contratos más relevantes) corresponden a la realidad. Esto se aplica horizontalmente a todas las industrias y tamaños de empresas.

En donde sí se encuentran particularidades es en los alcances del DD. A modo ilustrativo, mencionamos a continuación diferentes escenarios en los que los alcances de un DD varían:

- Tratándose de compras regionales o globales, es usual que el DD tenga umbrales de materialidad más altos y, por tanto, el DD solo se concentre en aspectos muy trascendentales para el negocio,
- Cuando los vendedores o la sociedad ponen a disposición de los compradores o inversionistas un informe de DD, estos últimos usualmente realizan un DD confirmatorio para verificar que la información del informe entregado es veraz, exacta y completa,

- Cuando la transacción se estructura como una compraventa o transferencia de activos (y no una compraventa de acciones o participaciones)<sup>8</sup>, el DD, además de enfocarse en los activos a ser transferidos, se centra en revisar información en materia tributaria y laboral (en razón de la responsabilidad solidaria y la persecutoriedad laboral, respectivamente),
- Tratándose de negocios regulados, el DD requiere de verificar, además de los componentes de un DD usual, que la empresa esté en cumplimiento de las normas del rubro o sector, y
- Cuando los vendedores o la sociedad no están dispuestos a otorgar declaraciones y garantías usuales, y limitan estos a los mínimos indispensables, el DD se hará de forma más exhaustiva para que el precio sea lo más consistente con la realidad del negocio.

Finalmente, en cuanto a las empresas que realizan DD, en nuestra experiencia, dejando de lado a los agentes informales del mercado, como mencionamos arriba, es inusual que no se realice un DD. En lugar de no conducirse un DD, creemos que hay grados de rigurosidad con que se hacen estos. Por ejemplo, tratándose de una firma de private equity que busca rentabilizar el negocio adquirido en un plazo determinado para luego venderlo y que tiene que responder a sus inversionistas (LPs) bajo estándares de razonabilidad y diligencia, el DD es una pieza crucial de la ecuación.

### **Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

En la inmensa mayoría de los casos. Realizar un due diligence, ya sea previo o confirmatorio, es un estándar muy común en las operaciones de M&A que involucran empresas privadas. Quizás el tipo de transacción de M&A en la cual los DD puedan ser menos comunes es en aquellos en los que se adquiere un porcentaje minoritario de empresas públicas (i.e. inscritas en el algún registro de mercado de valores).

En la actualidad, el alcance de los DD es bastante amplio y abarca temas societarios, contractuales, inmobiliarios, administrativos, laborales, tributarios, ambientales, libre competencia, compe desleal, propiedad intelectual, protección al consumidor y de datos,

---

<sup>8</sup> Actualmente, por la existencia de varias empresas en estrés financiero en razón de las restricciones por la pandemia, creemos que más transacciones van a comenzar a estructurarse de esta manera.

y de compliance. Por supuesto, dependiendo del activo específico, se hace un mayor o menor énfasis en alguna de dichas áreas.

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

Generalmente, el riesgo involucrado en operaciones de gran magnitud (como suelen ser las vinculadas a empresas del sector minero) va de la mano de un análisis exhaustivo de la situación de la empresa objetivo, con independencia del sector. Excepcionalmente, el extremo conocimiento del negocio y del manejo del *target*, puede llevar a que se produzca una adquisición por montos elevados, sin la realización de un DD. De hecho, aquello sucedió recientemente en una operación del sector asegurador.

En cuanto al alcance legal, los DD suelen analizar aspectos societarios, laborales, contractuales, administrativos, regulatorios, tributarios, medioambientales, entre otros. Un aspecto que se está analizando con rigurosidad en los últimos tiempos, es lo referido a Lavado de Activos/Financiamiento del Terrorismo (LA/FT). A tal fin, se revisa reportes crediticios de la empresa y sus miembros, y su actividad en el sistema financiero; posibles inclusiones de sus accionistas en listas internacionales de riesgo sobre lavado de activos o personas políticamente expuestas, entre otros.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

En nuestra práctica, desde el punto de vista del potencial comprador, realizar un DD antes de la adquisición de una sociedad objetivo es un estándar de mercado (tendría que ser una operación de monto muy bajo o entre mismos accionistas para que no justifique llevar a cabo un DD). En el caso de un *vendor due diligence*, este generalmente se realiza cuando el vendedor busca iniciar un proceso competitivo para la venta de su participación en una sociedad. En nuestra experiencia, un *vendor due diligence* no es aún algo estándar en el mercado peruano, aunque poco a poco está tomando fuerza y los agentes están apreciando sus virtudes.

Normalmente, el proceso de DD implica una revisión por parte de los asesores legales del comprador o vendedor, de los aspectos corporativos, regulatorios, laborales,



tributarios, contractuales, ambientales, procesales (civiles y penales), compliance, de activos, competencia y propiedad intelectual y de protección de datos personales de la sociedad objetivo. Si existiera algún criterio de materialidad para la revisión de la información sobre la sociedad objetivo, usualmente se introduce un criterio de materialidad menor para los aspectos laborales y tributarios, que son especialmente sensibles en nuestra experiencia. Esta revisión luego se materializa en un reporte emitido a favor de la parte interesada, que puede ser uno tan solo de contingencias (*high level*) o uno detallado en el que se resumen, cuantifican y cualifican los hallazgos de la revisión en general.

Usualmente, los potenciales compradores solicitarán un DD independientemente del tamaño de la sociedad objetivo, y del sector en el que se desempeñe, en tanto que no le es favorable ingresar al accionariado de una sociedad o adquirir activos de manera ciega ya que asumiría riesgos o potenciales contingencias sin conocer su dimensión. Dependiendo del tamaño de la empresa, se podrán introducir criterios de materialidad altos o bajos o mayor o menor detalle respecto del alcance del reporte a ser entregado a la parte contratante.

3. ¿De acuerdo a su experiencia, cómo influyen las cláusulas sandbagging (en adelante “SB”) y anti – sandbagging (en adelante “ASB”) dentro de un proceso de fusiones y adquisiciones (en adelante “M&A”)? y ¿cuáles son los riesgos de usar una u otra cláusula?

**Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

El comprador siempre querrá que el vendedor asuma la indemnización por todo aquello que ha encontrado en el due diligence, y el vendedor obviamente tiene la posición contraria.

Lo que hacen estas cláusulas justamente es asignar el riesgo de que una contingencia se vuelva realidad luego de cerrada la transacción, y por lo tanto, es una cláusula que se discute mucho.

En mi experiencia el vendedor prefiere que se descuente del precio aquellas contingencias cuya probabilidad de materializarse sea alta en lugar de tener que discutirlo en un momento posterior, y eso es algo que debiera ser aceptable para el comprador. ¿Pero qué ocurre con aquellas contingencias un poco más grises pero que sí fueron identificadas en el due? Para eso están las cuentas escrow. No resulta razonable que si un comprador ha hecho un due diligence exhaustivo, luego reclame al vendedor por algo que le fue informado y pudo eventualmente aplicarlo al precio o al escrow. Ciertamente, el vendedor tiene que revisar con detalle la extensión de sus declaraciones y garantías.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

En primer lugar, hay que tener en consideración que estas cláusulas se encuentran fundamentalmente en contratos sujetos a leyes extranjeras (la ley de Nueva York, que es la más común para este tipo de transacciones) y no son tan frecuentes en contratos sujetos a ley peruana. Incluso, si bien son disposiciones legalmente permitidas, resta aún por ver cómo serán resueltas por tribunales arbitrales peruanos.

Sandbagging ocurre cuando un comprador conoce que una declaración o garantía es falsa o inexacta antes de firmar el contrato o cerrar la transacción y luego demanda al vendedor con la finalidad de reducir el precio de compra.

Algunas cortes han exigido que, para reclamar una indemnización por la falsedad o inexactitud de una declaración, los compradores deben demostrar que confiaron y fueron perjudicados por esa declaración. Este es el caso, por ejemplo, de las cortes de Nueva York según las cuales, si el comprador cierra la transacción conociendo que el vendedor había incurrido en la falsedad o inexactitud de una declaración, no podrá demandar por ese incumplimiento. Para mitigar el riesgo que, ante una disputa, se aplique este criterio interpretativo, los compradores incluyen cláusulas sandbagging para que conste expresamente el acuerdo entre las partes con la intención que prime sobre este criterio interpretativo.

Por el otro lado, para protegerse de este riesgo, los vendedores piden que se incorporen cláusulas “anti-sandbagging” señalando que el comprador no podrá aplicar los remedios contractuales si (i) conocía de la falsedad o inexactitud antes de la firma del contrato o el *closing* o (ii) si el vendedor entregó información al comprador que revelaba la información correcta. Para los vendedores la finalidad de esta cláusula es evitar que el comprador retenga información con la única finalidad de luego demandar una indemnización para reducir el precio de compra.

El principal riesgo para los compradores de incorporar cláusulas “anti-sandbagging” es que tienen efectos colaterales. Los compradores, en vez de sólo tener que probar que la declaración era falsa o inexacta, van a tener que demostrar que no conocían esa falsedad o inexactitud cuando ello no necesariamente es lo relevante. Eso puede colocar a los compradores en una posición complicada para hacer valer su reclamo.

**Respuesta de los doctores Fátima de Romaña y Victor Lazo:**

En realidad, el riesgo de poner una cláusula SB o ASB depende del lado en el que estés. Si eres el comprador vas a querer tener una cláusula SB, pero si eres el vendedor, te va a convenir tener una ASB. En ese sentido, es importante determinar de qué lado estás para saber qué cláusula te beneficia. Por ejemplo, si eres vendedor y aceptas una cláusula SB, significa que el comprador podría pedirte indemnizaciones (o cobrarse de una cuenta *escrow*, si existe) aún cuando el comprador conocía de la contingencia, lo que hace que un proceso de due diligence haya sido, en la práctica, totalmente inútil para el vendedor ya que no lo protege en lo absoluto.

**Respuesta del Dr. Enrique Ferrando:**

Definitivamente influyen. La cuestión es conocer bajo qué legislación se está celebrando el contrato. En el Perú no es admisible estipular que el contrato podrá ser negociado, celebrado y ejecutado de mala fe. Pero si es posible pactar en contra de lo previsto en el artículo 1327° del Código Civil. La cláusula SB coloca la totalidad del riesgo derivado de la inexactitud de las declaraciones y garantías del vendedor, en el propio vendedor, ya que lo obliga a responder por las consecuencias económicas que se deriven de la

inexactitud de cualquier declaración o garantía, sin importar si antes, o al momento de celebrarse el contrato, el comprador tuvo (o pudo tener) conocimiento de tal inexactitud. La cláusula ASB equilibra mejor ese riesgo, impidiendo al comprador exigir al vendedor compensaciones derivadas de la inexactitud de sus declaraciones y garantías, si antes o al momento de celebrar el contrato, conoció, o pudo conocer de la inexactitud de estas declaraciones.

Desde luego, estas cláusulas pueden asumir diversas variantes. No siempre el comprador tiene el tiempo suficiente, o los medios para hacer un DD exhaustivo antes de la compra, y la única forma de compensar esa debilidad es trasladando al vendedor las responsabilidades derivadas de la inexactitud de sus declaraciones y garantías. Por parte del vendedor, en ocasiones la garantía de veracidad y exactitud no es absoluta. El vendedor puede haber garantizado que sus declaraciones son veraces y exactas, hasta donde alcanza su conocimiento. Por lo tanto, lo que garantiza no es la exactitud objetiva de sus declaraciones, sino la exactitud de su propio conocimiento sobre ellas. Frente a una estipulación de esta naturaleza, puede resultar que la cláusula SB no sea tan efectiva para el comprador, pues no bastará que reclame sobre una inexactitud que ya conocía. Adicionalmente tendrá que probar que tal inexactitud también la conocía el vendedor, vale decir, que el vendedor formuló una declaración inexacta deliberadamente.

### **Respuesta del Dr. Ricardo de la Piedra:**

Son importantes desde la perspectiva tanto del comprador como del vendedor.

En el caso del vendedor: lo protegen por contingencias que pueden haber sido identificadas por el comprador previamente al due diligence; incluyendo en esa declaración aquellas que debió conocer razonablemente (conocimiento debido).

En el caso del comprador: sirve debido a que si no se pacta nada, y el contrato está basado en la ley peruana, el vendedor no será responsable por los vicios que el comprador hubiera podido conocer o debió conocer de los bienes transferidos (en este caso, hay un debate sobre si debiera considerarse las condiciones del bien transferido solo a la acción como valor mobiliario; o al negocio representado por la titularidad de esas acciones – yo me inclino por lo segundo). De esta forma, se evita un doble escalón en la probanza de si conoció o debió conocer algo al momento de gatillar la obligación de indemnización (lo

cual se sumaría a la probanza de la falsedad de la declaración e incluso a un escalón más si es que esta declaración tiene calificadores).

**Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

Comúnmente vemos que las partes en un contrato de compraventa de acciones optan por permanecer en silencio respecto a este punto o incluyen una cláusula *pro SB*. Es menos común ver en la práctica contratos de compraventa de acciones que cuenten con una cláusula ASB, y en esos casos se debe usualmente a que el vendedor cuenta con una posición fuerte de negociación

El utilizar una cláusula ASB incrementa los riesgos asumidos por el comprador en un proceso de M&A, ya que limita su derecho a solicitar una indemnización respecto a asuntos que el comprador conocía antes de la fecha de cierre de la compraventa de acciones. Y es que, resulta complicado definir cuándo el comprador tenía conocimiento de la falsedad de una declaración y garantía y aun así decidió seguir adelante con la adquisición. Normalmente, lo anterior se regula señalando que resulta suficiente haber revelado o puesto a disposición del comprador cierto hecho en el proceso de DD para definir que éste conocía de dicho hecho antes del cierre de la transacción. Así, si un riesgo significativo se encontraba publicado en una carpeta en el *virtual data room* o en el fondo de en una caja en la habitación de *diligence*, y dicho riesgo se materializa, el comprador no puede solicitar al vendedor una indemnización por ese daño.

En nuestra opinión, la razón principal por la cual usualmente prevalecen las cláusulas *pro SB* es que la libertad contractual permite a las partes asignar los riesgos de la transacción a través de las declaraciones y garantías y la cláusula de indemnización en un contrato de compraventa de acciones en la forma que éstas consideren más adecuada para sus intereses. El hecho de que el comprador pueda realizar un DD, no debería, en principio, y sujeto al acuerdo contractual, impedir a éste ser indemnizado por la materialización de una contingencia identificada. Definir en el contrato cómo se regula la materialización de una contingencia identificada evitar confrontarse a la incertidumbre sobre si el comprador efectivamente conocía o no de la contingencia revelada en el DD.

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

Son parte de lo mismo por lo cual se hace un DD. Las partes quieren asignarse los riesgos de una determinada manera. Las cláusulas SB servirán para una asignación de riesgos desfavorable para el vendedor, y las cláusulas ASB para asignarle un mayor riesgo al comprador.

Las cláusulas SB servirán fundamentalmente cuando el DD cumple una función básicamente confirmatoria de la intención de compra, habiendo poca predisposición del comprador a asumir riesgos generados antes de la inversión, y por otro lado disposición del vendedor a continuar asumiendo esos riesgos (por ejemplo, porque se trata de un vendedor que tuvo a su cargo la administración de la empresa cuando se generó el riesgo, y está en mejor posición de valorar sus consecuencias; o simplemente con poco poder de negociación).

Riesgos para el comprador:

- ASB: mayor riesgo por falta de pericia (propia o de sus asesores) durante el proceso de DD, e incertidumbre respecto de la posibilidad de que luego se le pueda imputar conocimiento de pasivos o contingencias que no valoró (importante función de los anexos del contrato relativos a las contingencias identificadas).

Disyuntiva entre saber y no saber: por un lado quiere saber lo que está comprando, pero por otro lado saber le quita el derecho a ser indemnizado.

- SB: riesgo de discusiones basadas en una actuación de mala fe y la validez de este tipo de cláusulas. No siempre es fácil que se entienda que este tipo de cláusulas buscan la asignación contractual de riesgos, y pueden ser vistas por algunos como "licencias" para actuar de mala fe.

Riesgos para el vendedor:

- SB: además de lo obvio (no poder liberarse de los riesgos al transferir su participación), le puede ser problemático tener que responder por los riesgos cuando ya liquidó su inversión (recibió el precio) y podría haberla destinado a otros fines. Al poner en riesgo su patrimonio (ya no solo la inversión hecha en una persona jurídica de responsabilidad limitada) son importantes las limitaciones a su obligación de indemnización.

Además, al ya no tener el control sobre la persona jurídica (suponiendo que lo tenía) existe el riesgo de que el comprador no tenga incentivos para mitigar los daños, y el vendedor pierde visibilidad respecto de los verdaderos orígenes de estos.

- ASB: posibles dificultades para probar el conocimiento de los pasivos y contingencias por parte del comprador, así como carga de tener que hacer una exhaustiva revelación de información (si el comprador lo deja).

### **Respuesta del Dr. Jorge Muñiz:**

Este tipo de cláusulas han empezado a incorporarse en las últimas décadas en los contratos de M&A, no siempre se incluyen, pero si hay algunos casos donde se han incluido y esto depende de muchos factores, como el negocio que es está adquiriendo y sobre todo el tipo de comprador y vendedor que está llevando a cabo la transacción. Para el caso del comprador, incluir la cláusula de SB genera que cualquier mecanismo de indemnización frente al vendedor, dentro de un contrato de compraventa sea válido, sin importar si el comprador al momento de cerrar la transacción tenía conocimiento de las contingencias que podrían generar dicho reclamo indemnizatorio. Esto se vuelve un riesgo para el vendedor del negocio porque tendrá que indemnizar al comprador. El típico ejemplo es que al comprador le comentan de manera extraoficial que la empresa tiene una potencial contingencia que no es identificada en el proceso de DD pero que perjudica el valor de la empresa. Si se pacta la cláusula de SB el comprador igual puede requerir una indemnización por dicha contingencia, pudiendo argumentar además que no conocía de este hecho. Entonces, muchos compradores de empresas se ven alentados de incluir esta cláusula en el contrato de compraventa porque de alguna manera se liberan de la responsabilidad de verificar lo que están adquiriendo, basándose únicamente en las declaraciones y garantías del vendedor en el mismo contrato. Pero no es sencillo negociar este tipo de cláusulas porque el vendedor evidentemente prefiere lo contrario e incluir la cláusula de ASB y que el comprador se vuelva responsable de la revisión de la información que hace respecto de la empresa de esta manera se traspasa el riesgo al comprador y las consecuencias futuras de la responsabilidad sobre el conocimiento del negocio y la materialización de las contingencias probables. Por lo tanto, depende de que lado de la transacción estemos para evaluar la necesidad o conveniencia de agregar este tipo de cláusulas en el contrato donde siempre se deberá de valorar el riesgo que generan. En caso estemos de lado del comprador vamos a preferir que se incluya la cláusula de SB porque de esta manera cualquier mecanismo de indemnización del comprador frente al vendedor en un SPA es válido y eficaz, sin importar si el comprador tuvo, o no, conocimiento de los hechos que provocaron su reclamo antes del acuerdo. En otras

palabras, si el comprador conoce la existencia de una contingencia, podría cerrar el contrato para luego lanzar el mecanismo de indemnización pactado en el SPA frente al vendedor. Si estamos del lado del vendedor vamos a preferir que no se incluya la cláusula de SB y se incluya una de ASB y que dentro de las declaraciones y garantías que hace el comprador en el contrato de compraventa manifiesta que el DD que ha realizado a la empresa es a su “entera satisfacción”. Para los abogados, para negociar estas cláusulas es importante tener en cuenta a quién estamos asesorando, el comprador o al vendedor.

### **Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

Los riesgos asociados con estas cláusulas son los siguientes:

- Tratándose de cláusulas SB, a pesar del conocimiento del comprador de hechos o circunstancias que hacen que una declaración sea falsa o inexacta al momento de cerrar la transacción, este podrá cerrar la transacción y hacer responsable al vendedor en razón de dicha falsedad o inexactitud.
- Por el contrario, tratándose de cláusulas ASB, el comprador no podrá reclamar una indemnización por falsedad o inexactitud de una declaración si es que tuvo conocimiento de las situaciones o hechos que generaron dicha falsedad o inexactitud al momento de cerrar la transacción.

Este tipo de cláusulas generan diversos incentivos y afectan el proceso para ambas partes. Por un lado, al acordarse una cláusula SB, (i) el comprador o inversionista podrá, a pesar de haber trasladado al precio la existencia de una contingencia o pasivo no declarado en el contrato, reclamar una indemnización por la existencia de dicha contingencia o pasivo luego de cerrar la transacción, y (ii) el vendedor no tendrá el incentivo de entregar toda la información relevante de la empresa y centrará más sus esfuerzos en negociar un contrato que contemple declaraciones y garantías más restrictivas y mayores limitaciones a su obligación de indemnizar al comprador.

Por su parte, tratándose de cláusulas ASB, (a) el comprador o inversionista tendrá un incentivo de reducir esfuerzos en su DD, puesto que mientras más diligente sea, más riesgo asume, y (b) el vendedor o la sociedad procurará entregar absolutamente toda la información de la empresa en el marco del DD.



**Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

Creo que son bastante negociados e tienen una influencia significativa. En general, son cláusulas que han tenido un desarrollo importante en la práctica y en la jurisprudencia extranjera. En el Perú, creería que es súper relevante negociarlas y aterrizarlas en los contratos de la transacción, sobre todo para el comprador, puesto que por principios generales de buena fe podría argumentarse que, si el comprador conocía de la existencia de alguna contingencia relevante en la compañía target, entonces dicho comprador no debería tener reclamo sobre el particular si es que no se reguló expresamente esa situación en el contrato.

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

A través de las cláusulas SB se busca la validez y eficacia de cualquier mecanismo de indemnización que el comprador tenga frente al vendedor en una operación de M&A, sin atender al hecho de que el comprador haya conocido, con anterioridad al cierre de la operación, los hechos que respaldarían el reclamo. La inclusión de esta cláusula tiene como efecto que el vendedor deba declarar que la obligación de indemnización, o soluciones análogas, no se limitarán por el hecho de que el comprador haya tenido conocimiento, de la circunstancia bajo reclamo. En estos casos, las complicaciones recaerían en la diligencia de la entrega de la información, debido a que el vendedor no estará incentivado a entregar información veraz.

Por el contrario, las cláusulas ASB implican que cualquier remedio al que el comprador pretenda recurrir ante posibles inexactitudes en las declaraciones emitidas por el vendedor, están supeditadas a si el primero tuvo el conocimiento debido de cualquier situación que pudiera devenir en irregular mediante un correcto DD. Entonces, el vendedor buscará asegurar la declaración del comprador respecto de una correcta información sobre cualquier aspecto relevante, ya que aquello eximiría al vendedor de responsabilidad por algún reclamo. En este caso, el riesgo recae sobre el comprador, el cual está en la obligación de realizar el DD, además de la dificultad de tener un conocimiento debido sobre todos los aspectos de la empresa.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

En nuestra experiencia, el vendedor buscará incluir algún estándar vinculado a una cláusula ASB, en tanto que el uso absoluto de la misma no es un estándar de mercado ni es totalmente aceptada en un M&A. En ese sentido, el vendedor podría (i) incluir cláusulas de declaración del comprador como inversionista sofisticado con una consecuencia de exclusión por las conclusiones que podrían inferirse de la información proporcionada en el DD (no es usualmente aceptado por el comprador en la negociación del M&A), o, (ii) solicitar al comprador que comparta los hallazgos del DD, y sobre la base del mismo excluir de la obligación de indemnidad potenciales contingencias conocidas por el comprador como consecuencia del DD. En este caso, el riesgo es que el comprador deba asumir contingencias que son probables de materialización o incluso que se encuentran ya materializadas.

De otro lado, el comprador buscará aplicar una cláusula SB, aunque aspectos de la misma serán negociados por el vendedor. Los riesgos de usar una cláusula SB para el vendedor son que cualquier inexactitud en el contrato de compraventa de acciones o daño que se materialice de forma posterior al cierre de la transacción, serían indemnizables por el vendedor, incluso si fuesen o debieran ser de conocimiento del comprador. Es decir, existe el riesgo que el comprador acceda a firmar el contrato de compraventa de acciones para luego gatillar la cláusula indemnizatoria pactada frente al vendedor. En nuestra experiencia, el vendedor buscará excluir de responsabilidad parte o todas aquellas contingencias de las cuales tiene conocimiento y que se incluyen complementariamente en las declaraciones y aseveraciones del vendedor. Asimismo, el vendedor buscará limitar el alcance de la obligación de indemnidad (x% del precio de compra), negociar plazos de vigencia cortos para las obligaciones de indemnidad general o, si se tratase de una potencial contingencia especial, buscará regular una obligación de indemnidad especial para definir el alcance de su responsabilidad.

Vale la pena mencionar que en la práctica hemos visto que los contratos de compraventa de acciones bajo ley peruana suelen ser *silent* en este aspecto, es decir, en la versión final suelen no incluirse cláusulas ASB ni SB.

4. ¿Según su experiencia, cuáles han sido los principales supuestos o circunstancias en los cuales ha podido advertir una tendencia para incorporar las cláusulas SB o ASB en un proceso M&A?

**Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

Es más un tema comercial, de apetito en la adquisición (o venta) y aversión al riesgo. He tenido oportunidades en las que el vendedor ha sido muy claro con el comprador al decirle “Lo compras como está y en función a lo que hayas encontrado en el precio, no hay lugar a indemnizaciones”. Como ha habido casos en los que el comprador ha tenido cláusulas de SB muy duras en las que todo entraba a la indemnización.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

La incorporación de estas cláusulas depende mucho de la jurisdicción y los precedentes judiciales vigentes con relación a los reclamos por daños. Como señalé, estas disposiciones tienen origen extranjero y su racionalidad deriva de la aplicación de estos precedentes.

**Respuesta de los doctores Fátima de Romaña y Victor Lazo:**

Siempre que hemos estado del lado del vendedor y haya existido un DD, hemos luchado por rechazar cláusulas SB y más bien, reforzar las cláusulas ASB, ya que carecen de sentido. El único escenario donde hemos visto que se puedan negociar cláusulas SB es en donde no se ha hecho un DD o, por alguna razón, el mismo no se haya conducido de una manera adecuada o completa (falta de información, por ejemplo).

**Respuesta del Dr. Enrique Ferrando:**

La cláusula SB es particularmente conveniente para el comprador cuando no realiza un DD de la empresa objetivo, o el DD realizado no es exhaustivo. Por lo tanto, la cláusula SB cubre su propia negligencia, trasladando todo el riesgo al vendedor. La cláusula ASB siempre resulta conveniente para el vendedor, pero puede ser indebidamente utilizada para liberarlo de responsabilidad de declaraciones falsas o inexactas realizadas dolosamente.

**Respuesta del Dr. Ricardo de la Piedra:**

El antecedente se remite a las declaraciones y garantías que solicitaban tanto el comprador como el vendedor respecto a la entrega de la información. (i) el comprador siempre buscaba hacer declarar al vendedor que le había dado toda la información relevante y necesaria para tomar una decisión de compra, asignando la responsabilidad del due y la decisión al vendedor; mientras (ii) el vendedor buscaba agregar la declaración de agente sofisticado al comprador para trasladar el riesgo de la decisión de compra al comprador solo sujeto a los términos del contrato.

a) Si se incluye una cláusula ASB, el comprador adquiere tras el cierre, en mayor o menor medida dependiendo de la redacción en el SPA, un deber de diligencia y el traspaso del riesgo relacionado a la información revisada.

b) Si se pacta una cláusula SB, el vendedor pierde el incentivo para entregar información completa o veraz; y el comprador la motivación para ser diligente en su análisis de riesgo previo al cierre.

#### **Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

En términos prácticos, la inclusión de una u otra cláusula va a depender del poder de negociación de cada una de las partes.

Como señalamos anteriormente, la cláusula ASB es una cláusula pro vendedor, así que usualmente la vemos en casos donde el vendedor tiene un mayor poder de negociación que el comprador. Comúnmente, veremos este tipo de cláusulas en un contrato de compraventa de acciones redactado por los asesores legales del vendedor en un proceso de venta competitivo (*auction sale*). En ese caso, dado que los compradores están compitiendo entre ellos por el activo, estos se encontrarán menos renuentes a aceptar una cláusula de este tipo a fin de hacer su oferta más atractiva para el vendedor.

En una transacción donde existe mayor equilibrio en la negociación entre las partes, es usual que los riesgos vinculados a contingencias identificadas sean asignados según las partes consideren conveniente y sobre la base de las concesiones que ambas otorguen durante el proceso de negociación del contrato de compraventa de acciones.

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

Se incluyen más de manera implícita (o no tan expresa) y parcial, probablemente sabiéndose que en el futuro podrían darse discusiones respecto de los alcances del pacto.

El desequilibrio en el poder de negociación también puede llevar a la inclusión de estas cláusulas.

El nivel de conocimiento y control del vendedor (por ejemplo, una persona natural que ha administrado siempre la empresa) puede ser relevante para incluir una cláusula SB, especialmente si es una empresa no muy grande y con riesgos acotados.

**Respuesta del Dr. Jorge Muñiz:**

Depende de la transacción, es importante tener en cuenta que cada transacción tiene sus particularidades y por eso las cláusulas se negocian dependiendo de cuáles son estas. Adicionalmente a ello, como es natural, durante un proceso de compra y venta de una empresa existe asimetría de la información entre las partes, siendo que evidentemente el vendedor tiene mucho más conocimiento que el comprador, y por esto, el comprador siempre tiende a buscar la manera de requerir una indemnización a falta de información del vendedor, y el vendedor va a intentar conseguir lo contrario. Otro factor que afecta las negociaciones de este tipo de cláusulas está relacionada al apetito del riesgo de quien va a invertir en el negocio o a la necesidad del vendedor de transferir el activo. En fin hay muchos factores que pueden llevar a negociar en los contratos la incorporación de estas cláusulas, por ejemplo, cuando el proceso de DD es rápido y el comprador tiene la percepción o información extraoficial de que las declaraciones y garantías del vendedor no son del todo ciertas o podrían estar ocultando algo, el comprador va a solicitar la cláusula de SB para que en caso se gatillen contingencias sobre la empresa que se está adquiriendo pueda solicitar las indemnizaciones correspondientes. Algunas veces el comprador también tiene el conocimiento antes del cierre del contrato de compraventa de acciones o activos, que una o varias de las declaraciones y garantías del vendedor resultan falsas o inexactas; y a pesar de ello cierra el *deal* para luego gatillar el mecanismo de indemnización previsto en el contrato para dichas circunstancias. También es un mecanismo de protección del comprador porque en caso se materialice alguna contingencia y la cláusula de SB está en el contrato puede solicitar el mecanismo de

indemnización aduciendo que no tenía conocimiento del incumplimiento de las representaciones y garantías del vendedor. Por eso, no es sencillo conseguir que el vendedor acepte esta cláusula porque el comprador podría gatillar la cláusula de indemnización alegando que no conocía la contingencia materializada.

Por el lado del vendedor, van a optar por requerir la cláusula ASB para que una vez entregada la información requerida en el proceso de DD el comprador sea responsable de hacer uso de dicha información para elaborar un proceso de DD lo más completo posible haciéndose responsable de lo que revisa y no caer en la tentación de hacer una revisión superficial.

**Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

En nuestra experiencia, cada vez es más común encontrarnos en transacciones con cláusulas ASB o al menos ante el pedido expreso del vendedor de incluir dichas cláusulas.

En particular, esto se ha vuelto más usual en procesos competitivos de venta en donde el primer borrador del contrato principal es puesto a disposición por los vendedores. Fuera de este caso específico, la aplicación de estas cláusulas dependerá de cada transacción y del apetito del comprador de adquirir el activo sin pretender acordar una cláusula SB que, en muchos casos, es un deal breaker para el vendedor.

**Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

En mi experiencia, este tipo de cláusulas se incluyen para favorecer al vendedor cuando el comprador ya ha tenido participación previa en la compañía (p. ej. en caso un accionista de 50% le compra el 50% restante al otro accionista) y/o cuando ha habido un due diligence muy largo y profundo. También se incluyen estas cláusulas a favor del vendedor cuando la operación se realiza a través de un proceso competitivo y hay mucho apetito de los postores por el activo en venta.

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

En rigor, los supuestos determinados para la aplicación de cada una de las cláusulas recaen en los intereses del comprador o vendedor, y dependerá de las negociaciones previas y de la proporción de riesgo que puedan asumir las partes. Es muy común que se vean incrementadas aquellas transacciones de operaciones corporativas, sobre todo para el caso de vendedores extranjeros, en la cual estos últimos busquen que el comprador no pueda reclamarles la falta de diligencia o la falsedad de las declaraciones y garantías, si es que se determina que el comprador tenía previo conocimiento de los hechos.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

En un M&A con proceso competitivo de venta, cuya evaluación radica, entre otros, de los cambios que propongan los potenciales compradores al modelo de contrato de compraventa de acciones armado por el vendedor, uno puede encontrar cláusulas ASB. Modificar radicalmente dicha cláusula en el marco de un proceso competitivo podría implicar al potencial comprador ser dejado de lado en las siguientes rondas de negociación. Sin embargo, es usual que todo postor en el proceso busque eliminar o moderar la cláusula ASB.

En un M&A con negociación directa entre partes, se pueden incorporar cláusulas SB moderadas, usualmente sujeto a la negociación de ciertos aspectos favorables al vendedor (en los términos indicados en el numeral 3 anterior).

Al final, la posibilidad de un vendedor de pedir la inclusión de una cláusula ASB o de un comprador de incluir una cláusula SB dependerá generalmente (i) del poder de negociación (si estamos en un buyer o un seller market) que dependerá de muchas variables, (ii) el nivel de *disclosure* que haga (o quiera hacer) el vendedor en el DD, (iii) la confiabilidad que genere el DD en el comprador, (iv) el nivel de indemnidad que otorgue el vendedor al comprador, y (v) la posibilidad de contratar un seguro de reps & warranties.

5. ¿Considera Usted que existen incongruencias entre lo estipulado en el Código Civil Peruano y las cláusulas SB y ASB? Por favor sustentar su respuesta.

**Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

No, en la medida que el contrato esté bien preparado. Un contrato bien redactado es capaz de asignar los riesgos y obligaciones entre las partes de manera muy clara, evitando que la incorporación de conceptos anglosajones entre en conflicto con el Código Civil.

**Respuesta de Fátima de Romaña y Víctor Lazo:**

No ninguna. No vemos que haya conflicto con las disposiciones del Código Civil.

**Respuesta de Enrique Ferrando:**

No existe propiamente incongruencia, sino limitaciones que deben ser tenidas en cuenta al momento de realizar una operación de M&A. Bajo la ley peruana no es posible justificar contractualmente un comportamiento de mala fe, ni aceptar el nacimiento de derechos contruados en base al engaño. En materia de daños, el principio sobre el que descansa la ley peruana es que la víctima no tiene derecho a ser indemnizado por los daños autoinfligidos. Y se consideran autoinfligidos, tanto los daños que una persona se causa así mismo, como aquellos que pudo evitar utilizando una diligencia ordinaria. Pero en este segundo caso, se admite pacto en contrario.

**Respuesta de Ricardo de la Piedra:**

No, simplemente el CC peruano ha tomado una posición ASB (pro-vendedor), y el comprador es el que debe de tomar la batuta e incluir una cláusula SB en el contrato.

Los artículos 1503 y 1504: Señalan que el vendedor de un bien está obligado al saneamiento por vicios ocultos, eximiendo de esta categoría a “aquellos que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias”. El espíritu es que se exige al comprador comportarse de manera diligente para conocer las cualidades del bien que adquiere.

Los artículos 1326 y 1327: Disponen que el resarcimiento en un supuesto de inexecución de obligaciones no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria.



Este set de artículos dispone la imposibilidad de exigir la indemnización por daños ocasionados por la propia conducta del acreedor, haciendo que asuma el riesgo del acuerdo bajo un criterio de diligencia ordinaria.

Lo anterior nos permite concluir que, más allá de los pactos en contrario a los que puedan llegar las partes en una transacción, el Código Civil peruano ha adoptado una tendencia ASB. En tal sentido, depende de los asesores del comprador redactar una buena cláusula SB, declaraciones y garantías potentes y una buena cláusula de obligación de indemnización del vendedor para estar protegido.

**Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

No. El principio por el que se rigen las relaciones contractuales es el de autonomía de las partes (artículo 1354 del Código Civil). De esta manera, si ambas partes en igualdad de condiciones han acordado pactar una cláusula *pro* SB o ASB, consideramos que no existe incongruencia entre lo anterior y lo estipulado en el Código Civil. Si las partes no establecen expresamente una de estas cláusulas, aplicarán de manera supletoria las normas establecidas en el Código Civil, según resulte aplicable.

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

No. Pienso que las cláusulas SB y ASB son formas de asignar riesgos respecto de una materia que es contractual y no legal: la indemnización por falsedad de declaraciones y garantías.

La obligación de indemnizar por falsedad de R&W no es un tema de responsabilidad por incumplimiento de obligaciones, por lo que no aplican las reglas de responsabilidad civil contractual (salvo que se incumpla la obligación de indemnizar). Un vendedor se obliga a indemnizar porque es una forma de asignarse riesgos y permite que el comprador acepte contratar.

En ese contexto, las cláusulas SB y ASB sirven para regular cómo se asignan los riesgos.

### **Respuesta de Jorge Muñiz:**

En el código civil peruano (artículos 1503 y 1504) se establece que el vendedor de un bien está obligado al saneamiento por vicios ocultos, y se exime aquellos vicios que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias. De la lectura de estos artículos, se puede inferir que se estaría exigiendo que el comprador actúe de manera diligente para conocer las cualidades del bien que adquiere. Adicionalmente, están los artículos 1326 y 1327, en los que se dispone que el resarcimiento, en un supuesto de inejecución de obligaciones, no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria. De la lectura de estos artículos nos lleva a pensar sobre la imposibilidad de exigir la indemnización por daños ocasionados por la propia conducta del acreedor, haciendo este que asuma el riesgo del acuerdo bajo un criterio de diligencia ordinaria. Por estas razones se nos permite concluir que, aunque en los contratos de compraventa de una empresa se puedan estipular pactos en contrario, el código civil peruano ha adoptado una tendencia ASB.

### **Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

Incongruencias que hagan imposible jurídicamente pactar la cláusula SB, no. Sin embargo, creemos que nuestro código civil (CC) tiene una tendencia ASB en razón de lo siguiente:

- El artículo 1504 del CC dispone expresamente que no serán considerados vicios ocultos (y, por tanto, el transferente no estará obligado a su saneamiento) aquellos que el adquirente pueda conocer “actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias”<sup>9</sup>.
- El artículo 1327 del CC establece que, ante inejecución de obligaciones, el “resarcimiento no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria”.

---

<sup>9</sup> Nótese que existe una discusión sobre si los vicios ocultos de una transferencia de acciones o participaciones se aplica sobre los activos y derechos de la sociedad emisora o solo alcanza a dichas acciones o participaciones.

Sin perjuicio de que existen diferencias específicas tratándose de declaraciones y garantías y los artículos antes citados<sup>10</sup>, es posible concluir que el CC peruano busca que la conducta no diligente del acreedor no lo habilite a reclamar daños al deudor, lo cual denota una tendencia ASB.

**Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

Ver respuesta a pregunta 7.

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

De inicio, cabe indicar que las cláusulas SB y ASB son disposiciones contractuales, mientras que las obligaciones de saneamiento son dispuestas por mandato de la ley, aunque para hechos concretos se puede exonerar o limitar.

De conformidad con el Código Civil, el vendedor de un bien está obligado al saneamiento por posibles vicios ocultos, salvo por aquellas circunstancias en las cuales el adquirente pueda conocer, actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias.

Esta obligación de saneamiento se refiere expresamente a la diligencia del comprador, transfiriéndole dicha carga al comprador. Entonces, el saneamiento recogido en el Código Civil sería contrario a las cláusulas de SB. En consecuencia, a pesar de no estar contenida en nuestro derecho positivo, el Código Civil contiene una normativa más cercana a las cláusulas ASB.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

Este es un tema muy complejo. En principio, las normas del Código Civil (y en muchos casos las instituciones del derecho contractual peruana), no están preparadas para figuras importadas como las cláusulas SB y ASB. Les recomiendo leer las distintas publicaciones

---

<sup>10</sup> El artículo 1327 se refiere al incumplimiento de una obligación y no a falsedad o inexactitud de una declaración.

de Sergio García Long quien analiza con bastante meticulosidad la regulación de estas instituciones importadas en Perú.

En Perú, estas cuestiones se discutirán para los criterios interpretativos de la cláusula general de la buena fe.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

El Código Civil peruano no regula las obligaciones tipo usualmente negociadas en un M&A. Sin perjuicio de ello, sí existen ciertas disposiciones que podrían ser interpretadas en el mismo sentido que una cláusula ASB o SB.

Por ejemplo, el artículo 1327° del Código Civil podría ser interpretado en el sentido de una cláusula ASB, en tanto que señala que el resarcimiento no es debido al acreedor por los daños que podría haber evitado usando diligencia ordinaria, salvo pacto en contrario. En este caso, se podría argüir que, en el marco del conocimiento obtenido en el DD, el comprador, una vez sea incorporado como accionista de la sociedad objetivo, podría aplicar dicho conocimiento para minimizar o subsanar las contingencias identificadas y evitar su materialización o minimizar el impacto de la misma. Así, ante la inacción del comprador y la materialización de una contingencia, podría argüirse una falta de diligencia por parte del vendedor.

En esa línea, el artículo 1504° señala que no se consideran vicios ocultos los que el comprador hubiese podido conocer actuando con la debida diligencia, artículo que también podría ser interpretado en el sentido de una cláusula ASB.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe resaltar que es completamente válido pactar en contra de los artículos antes citados e incluir una cláusula SB en un contrato de compraventa de acciones, de así preferirlo las partes.

6. ¿Considera Usted, de acuerdo a su experiencia, que la inclusión de las cláusulas SB y ASB puede afectar a la negociación de un M&A y el alcance del DD?

**Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

Definitivamente. En el SB, aunque no es lo deseado, el due diligence puede tener omisiones; en el ASB el due tiene que ser impecable hasta el mínimo detalle, lo que a su vez genera la obligación del vendedor de dar toda la información disponible.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

No respondió la pregunta.

**Respuesta de los doctores Fátima de Romaña y Victor Lazo:**

Si, definitivamente afecta la negociación en el sentido que es una cláusula sumamente relevante para efectos de futuros reclamos, tanto a nivel contractual como a nivel de cuentas escrow u otras garantías. Por el lado del DD, una de sus funciones es justamente la de delimitar las contingencias que un comprador puede luego reclamar. Si se hace un DD pero igual el comprador puede pedir u reclamar contingencias, es razonable incluso preguntarse para qué se hace un DD. Por otro lado, la negociación puede cambiar también en el sentido de que, si se incorpora una cláusula SB, entonces las contingencias que se encuentran durante el DD no deberían de afectar o descontar el precio, ya que de lo contrario, el vendedor estaría perdiendo dos veces (descontando el precio y luego, sufriendo el reclamo).

**Respuesta del Dr. Enrique Ferrando:**

Sin duda la inclusión de estas cláusulas puede afectar la negociación de un M&A y al alcance del DD. Hay que tener en cuenta que los vendedores de la empresa son sus accionistas, quienes no necesariamente han estado al frente de la gestión de la empresa, y consiguientemente, no tienen un conocimiento detallado de las operaciones, contingencias, riesgos y demás circunstancias cuyo conocimiento puede ser relevante para el comprador. Por otro lado, si el comprador realiza un DD exhaustivo, es muy

probable que termine conociendo más de la empresa objetivo que los propios vendedores. Bajo estas circunstancias, la pretensión del comprador de incorporar al contrato una cláusula SB puede ser determinante para que los vendedores decidan no seguir con la operación. Del mismo modo, cuando el comprador advierte que no resulta posible hacer un DD exhaustivo, por los obstáculos que le colocan los vendedores o los propios funcionarios de la compañía, puede ser determinante para él el incorporar una cláusula SB en el contrato, asumiendo que su propio DD no será confiable. Si la propuesta no es aceptada, el comprador podría, en esas circunstancias, arrepentirse de su decisión de comprar.

**Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

Sin duda la inclusión de una cláusula *pro* SB y ASB es un punto muy negociado en transacciones de M&A locales e internacionales. La inclusión de una u otra afectará la negociación del contrato de compraventa de acciones y la forma y detalle en que el comprador conducirá su DD. De incluirse una cláusula ASB, es probable que el comprador realice una tarea mucho más minuciosa en su DD, además de revelar al vendedor cualquier contingencia o posible contingencia que encuentre. Asimismo, la inclusión de una ASB va a implicar también una negociación del término “Conocimiento” (al menos respecto al comprador) bajo el contrato de compraventa de acciones. El comprador va a buscar limitar el alcance de dicho término a conocimiento efectivo de ciertas personas identificadas en el contrato de compraventa de acciones. Del otro lado, en caso no se incluya cláusula de ASB, los vendedores querrán buscar calificar adecuadamente las declaraciones y garantías, a fin de buscar exceptuar ciertas contingencias que podrían llegar a materializarse. Así, un punto muy negociado relacionado a este tema es definir si la materialización de contingencias reveladas por el vendedor en *disclosure schedules* (y no necesariamente identificadas por el comprador en el DD) será indemnizable o no, y si es necesario incluso pactar indemnizaciones especiales o *special indemnities* para ciertas contingencias relevantes y probables, con el objetivo de evitar que el comprador reduzca el precio de compra en razón de dicha contingencia, y sea indemnizada en caso se materialice .

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

Sí. Ver respuestas anteriores.

**Respuesta del Dr. Jorge Muñiz:**

La negociación de un M&A es un proceso bastante complejo en el que los abogados debemos negociar todas las cláusulas teniendo en cuenta de que lado de la transacción estamos, del comprador o del vendedor. Sin duda la inclusión de las cláusulas de SB y ASB serán complejas de negociar porque son cláusulas que de alguna manera se contraponen, entonces los intereses del vendedor y del comprador, si bien podemos afirmar que en el contrato están en contrapartida, estas cláusulas se hacen muy difíciles de negociar. Además, en el Perú partimos de la premisa de la buena fe, entonces muchas veces cuando uno de los abogados manifiesta su intención de incluir alguna de estas cláusulas sí será negociada y normalmente no es aceptada fácilmente por las consecuencias que incluirla trae.

Sobre el alcance del DD, la relación que existe entre el DD y la inclusión de estas cláusulas se relaciona con la información que se recoge durante la elaboración del DD (que si bien es información requerida por el interesado de comprar la empresa, es información que la entrega el vendedor de esta) y de cómo esta se procesa. Por ello, en caso se incluya una cláusula de SB a favor del comprador o el vendedor, se puede generar un incentivo para este en hacer un DD superficial y lo mismo ocurre para el vendedor para no entregar toda la información que debería o limitar cierta información antes de cerrar la compraventa del negocio.

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

Claramente, la aplicación de cláusulas SB remueve los incentivos para la realización de un DD, ya que, independientemente de la información entregada, el vendedor no se podrá liberar de responsabilidad frente al comprador.

Por el contrario, las cláusulas ASB estimulan al comprador a realizar un DD exhaustivo.

Nuevamente, la determinación de la aplicación de un DD está supeditada a la asignación de riesgos en base a dichas cláusulas, y ello es un factor adicional de negociación en una operación de M&A.

**Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

Sin duda alguna. Ver respuesta No. 3 anterior.

**Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

El tema es bastante casuístico y dependerá de las particularidades de la transacción del caso en concreto (ver respuesta a pregunta 5).

**Respuesta del Dr. Ricardo de la Piedra:**

Depende del perfil de las partes. Hay otras formas en que el comprador se puede cubrir, tales como una declaración de legalidad “ha cumplido con las Leyes Aplicables en todos sus aspectos materiales”; o pactando una buena cláusula de obligación de indemnización del vendedor con CAPS altos o sin caps, sin baskets ni mini baskets; o incluso poniendo como rep fundamental la sección que le preocupe o sea sensible y hubiera buscado proteger con una cláusula SB.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

En un M&A, el vendedor procurará obtener el mejor precio posible por las acciones de la sociedad objetivo en venta; mientras que, el comprador buscará pagar estrictamente lo que considera es el precio justo por las acciones de dicha sociedad objetivo.

En este escenario, incluir una cláusula ASB podría ocasionar que el precio disminuya desde la perspectiva del comprador, en tanto que buscaría “castigar” del precio el costo de las contingencias identificadas. Ante ello, el vendedor podría tener un incentivo de moderar la cláusula ASB.

De otro lado, una cláusula SB podría generar que se mantenga la negociación del precio dentro del margen esperado, y lo que las partes negociarían podría ser el alcance de la cobertura de la obligación de indemnidad (x% del precio de compra). En dicho caso, el vendedor buscará limitar al mínimo dicha cobertura, mientras que el comprador buscará obtener una cobertura razonable o mayor.



En nuestra experiencia, hacer *push* por incluir estas cláusulas pueden llevar la negociación a un impase, pues como comentaba arriba, los contratos de compraventa en Perú suelen no contener cláusulas explícitas de ASB o SB y por ende los agentes y sus abogados siempre negociarán en contra de ellas.

7. ¿Considera usted que es posible implementar las cláusulas SB y ASB en el sistema jurídico peruano, sin entrar en conflicto con el principio de la buena fe en la etapa precontractual?

**Respuesta de Carlos Arata:**

Definitivamente. Como indiqué antes, depende cómo regulamos el contrato y las responsabilidades de las partes. Si el vendedor entrega toda la información, no hay mala fe; por el otro lado, si el comprador detecta una contingencia y tiene SB, pues está en su derecho a reclamar la indemnización en tanto el vendedor ha aceptado pagarla.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

Sí es posible, porque en materia contractual prima el principio de autonomía de las partes. Finalmente, las declaraciones y garantías tienen que ser vistas e interpretadas como mecanismos de asignación de riesgo negociadas entre las partes y las cláusulas SB y ASB cumplen esa finalidad. Sin embargo, a falta de precedentes judiciales y casuística hay mucha incertidumbre sobre cómo estas cuestiones serían interpretadas por jueces o árbitros.

**Respuesta de los doctores Fátima de Romaña y Victor Lazo:**

Si por supuesto, no veo ningún conflicto con la buena fe contractual dado que es una cláusula negociada y aceptada por ambas partes. Es una condición bastante transparente.

**Respuesta del Dr. Ricardo de la Piedra:**

Sin ningún problema. Si un comprador conoce algo del DD y gatilla la obligación de indemnización estaría actuando de mala fe; o abusando del derecho, y ya hay mecanismos en la legislación para resolver y sancionar estos casos. El asunto es aplicar la cláusula con la generación del daño al comprador de buena fe, y así mantener el equilibrio prestacional y las motivaciones que hicieron que las partes celebren el SPA.

**Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

Sí. El artículo 1362 del Código Civil dispone que los contratos deben negociarse, celebrarse y ejecutarse según las reglas de la buena fe y común intención de las partes. En ese sentido, en la medida que las partes negocien abiertamente la inclusión de una cláusula *pro SB* o *ASB* y, en aplicación de la autonomía contractual, opten por incluir una u otra, no creemos que el principio de la buena fe en la etapa precontractual impida implementar las cláusulas *pro SB* y *ASB*.

Ahora bien, consideramos que el principio de la buena fe precontractual puede asimilarse a la “regla tradicional” del sistema de *common law* y que para efectos prácticos resulta una regla de *ASB* (por el contrario, la “regla moderna” en el sistema de *common law* – adoptada en los estados de Delaware y, generalmente, de Nueva York– es una regla *pro SB*). En ese sentido, en el supuesto de que no se incluya expresamente una cláusula *pro SB* en un contrato de compraventa de acciones bajo ley peruana, creemos que un vendedor podría argumentar que el comprador debió haberle informado que conocía de cierto hecho antes de la fecha de cierre que resultaba en un *breach* de las declaraciones y garantías.

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

Sí. El solo hecho de que existan cláusulas *SB* y *ASB* no implica que haya un problema de buena fe.

Las declaraciones y garantías que se hacen en un contrato no tienen por qué ser una especie de declaración jurada respecto de la cual se espera una absoluta precisión. Las declaraciones "perfectas" no tienen por qué ser vistas como un aseguramiento de que la

empresa es "perfecta", y por lo tanto su falsedad no tiene por qué ser vista (necesariamente) como un acto de mala fe.

Las declaraciones y garantías son una forma práctica de asignarle al vendedor el riesgo vinculado a las materias que se declaran. Su falsedad no necesariamente implica que el comprador fue engañado, sino que al vendedor le tocará asumir los costos derivados de dicha falsedad.

En ese sentido, el uso de las cláusulas SB y ASB no implica que las partes están legitimadas para actuar de mala fe.

**Respuesta del Dr. Jorge Muñiz:**

Considero que la buena fe debe estar en general en todos los contratos que se celebren, porque además es un principio que está regulado en el código civil peruano. Sin embargo, dentro del mundo de los M&A debemos tener en cuenta que estamos frente a la asunción de riesgos de dos partes y de asimetría de la información entre estas. Es por esta razón que los contratos de M&A en el derecho continental se negocian bajo el principio de la buena fe y esto es distinto con el derecho anglosajón. Si bien la buena fe es la regla general, las partes deben tener la libertad de asumir los riesgos a los que estén dispuestos. La buena fe, entre otras cosas lo que implica es un deber de cuidado sobre los derechos e intereses de la otra parte, no sólo durante el cumplimiento del contrato, sino incluso durante la etapa previa al cierre de este. Entonces una de las obligaciones más importantes durante la etapa precontractual del contrato de compraventa es la obligación de informar a la otra parte respecto de aspectos materiales que son relevantes para una adecuada evaluación, entendimiento o cumplimiento del contrato. Es por ello, que el principio de la buena fe en la negociación, celebración y ejecución de los contratos es irrenunciable. No sería posible, pues, que las partes estipularan, al celebrar un contrato, que éste no estará regido por las reglas de la buena fe, ni que este contrato se vaya a ejecutar sin respetar las reglas de la buena fe. Entonces, tanto las partes y los abogados debemos tener cuenta que durante la etapa precontractual existen deberes de buena fe que respetar, por ejemplo, el deber de revelar información relevante conocida por el vendedor. Por ello, si

bien se pueden incluir las cláusulas de SB y ASB en los contratos, siempre debemos tener en cuenta que la buena fe es un principio y que no deberíamos ir en contra de este.

**Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

En nuestra opinión, sí, en aplicación del principio de autonomía privada y siempre que se regulen contractualmente y de forma adecuada los riesgos (y estipulaciones asociadas) que cada una de las partes se representa y asume. De esta manera, en la medida en que se estipule contractualmente que el comprador será indemnizado por falsedad o inexactitud de ciertas declaraciones incluso cuando conozca de las contingencias que generan dicha falsedad o inexactitud, y el vendedor asume expresamente este riesgo, creemos que dicho pacto será válido y exigible bajo ley peruana.

Finalmente, y no menos importante, existen otros componentes relevantes para determinar que este pacto es válido, como, por ejemplo, regular adecuadamente qué se entenderá por “conocimiento” y que se haya producido un daño a la empresa o, indirectamente, al comprador producto de la falsedad o inexactitud.

**Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

Sí. No debería ser un problema en tanto el pacto sea lo suficientemente expreso y refleje la real voluntad de las partes. Si bien nunca se podría pactar que una de las partes se va a comportar sin buena fe o de mala fe, creo que la regulación contractual podría tener mucha libertad para ir en un sentido u otro. En particular, creo que las cláusulas SB sólo deberían colisionar con el principio de buena fe en casos muy extremos en donde una de las partes (comprador) ha inducido a un error esencial/grueso a la otra parte (vendedor), y en donde no habría pacto de limitación de responsabilidad que pueda ser exigible entre las partes.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

Sí, consideramos que implementar cláusulas SB o ASB no vulnera el principio de buena fe precontractual. La implementación de estas cláusulas no implica necesariamente mala

fe, sino una regla aceptada por las partes para la asunción de riesgos que se materialicen (o sean conocidos) de forma previa y posterior al cierre de la transacción, y que a su vez impactan en el precio negociado entre las partes. Debemos recordar que la principal función de un contrato de compraventa de acciones es asignar riesgos entre sus firmantes.

No obstante, cada operación de M&A deberá evaluarse particularmente con el fin de determinar si es posible identificar una afectación al principio de buena fe.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe mencionar que, aun cuando el artículo 1362 del Código Civil hace referencia a la buena fe en la negociación de contratos, no indica expresamente cuales son las consecuencias en caso un contrato se negocie con mala fe. En esa línea, cabe mencionar también que, en sede judicial o arbitral no se ha emitido hasta el momento ninguna sentencia o laudo que reconozca el principio de buena fe en la etapa de negociación. De esta manera, considero que este principio en la práctica no resulta aplicable en etapa precontractual.

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

El principio general de la buena fe es aquel que impone a las personas el deber de comportarse de forma leal en operaciones jurídicas y ajustar el propio comportamiento determinado por una conducta social basada en guías éticas. En tanto las cláusulas SB y ASB buscan delimitar la responsabilidad por las declaraciones que se realicen en el marco de la información sobre la empresa objetivo, se podría desembocar en una pérdida de interés en la veracidad de las declaraciones del vendedor y aquello podría desincentivar la divulgación de información conforme al principio de buena fe.

**Respuesta de Enrique Ferrando:**

En principio, la cláusula SB entra en conflicto con el principio de la buena fe en las etapas de negociación, celebración y ejecución del contrato. Sin embargo, pueden existir variantes de la cláusula SB, que resulten admisibles bajo el derecho peruano.

8. ¿Cuáles son los remedios más usuales que en su experiencia tienen las partes si el contrato contiene cláusulas SB y ASB?

**Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

La retención del precio es generalmente el mecanismo para asegurar el pago de una indemnización. Dentro de esta, la manera en la que se paga, desde qué monto se paga, contingencias de qué tamaño se pagan y hasta cuándo se pagan, dependerá de lo que las partes negocien, y, ciertamente, de lo que se establezca en las cláusulas SB y ASB.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

Estas cláusulas se enmarcan dentro de las cláusulas de *indemnidad* de los contratos y su finalidad es (i) dejar explícito el derecho de los compradores para aplicar este remedio contractual, incluso si conocían de la falsedad o inexactitud (SB); o (ii) limitar este derecho en el caso de las cláusulas ASB.

**Respuesta de los doctores Fátima de Romaña y Victor Lazo:**

Si un contrato contiene cláusulas SB entonces es muy importa que cualquier contingencia o pasivo detectado en un DD no afecte o se descuente del precio, ya que el comprador siempre tiene el derecho de exigirlo después. Si no se negocia bien esto, el comprador podría tener doble derecho. Por el contrario, si es que hay una cláusula ASB, entonces el mejor remedio es hacer un buen DD, para poder detectar todas las contingencias a tiempo, conocerlas y aplicarlas contra el precio.

**Respuesta del Dr. Enrique Ferrando:**

Aun cuando puedan existir discrepancias entre las declaraciones realizadas por el vendedor y la realidad, no hay que olvidar que lo que el comprador está adquiriendo es una compañía y no una suma de activos y pasivos. Por lo tanto, es usual limitar las responsabilidades que puedan derivar de una declaración inexacta incorporando cláusulas como las siguientes:

- a. Que la decisión de comprar del comprador ha sido adoptada en base a su propio conocimiento de la compañía, y no en base a las declaraciones y garantías formuladas por el vendedor, y consecuentemente, la inexactitud de éstas no podrá invocarse como causal para resolver el contrato.
- b. Solo serán indemnizables aquellas situaciones que impliquen un “cambio material adverso”. El propio contrato se encarga de describir qué se entiende por “cambio material adverso”. Cualquier cambio que no tenga materialidad, según la definición, no da lugar a indemnización.
- c. Pactar deducibles. Según estas estipulaciones, ningún reclamo que se encuentre por debajo de una determinada cantidad, dará lugar a indemnización. También se utilizan deducibles globales, es decir, que la suma de reclamos deberá necesariamente exceder un determinado monto para dar lugar al derecho del vendedor de ser indemnizado.
- d. Pactar caps o límites indemnizatorios. El derecho peruano admite limitar o excluir la responsabilidad derivada del incumplimiento de obligaciones, salvo que tal incumplimiento obedezca a dolo o culpa inexcusable. Por lo tanto, el vendedor puede limitar su responsabilidad por culpa leve.
- e. Asignar pesos diferentes a las contingencias. Por ejemplo, una contingencia tributaria puede valuarse en el 80% de su valor, en tanto que una contingencia laboral puede valuarse solamente en el 40% de su valor.
- f. Pactar plazos máximos para formular reclamos. Según esta cláusula, el vendedor no podrá formular nuevos reclamos una vez vencido el plazo máximo para tales reclamos.
- g. Etc.

**Respuesta de Ricardo de la Piedra:**

En los SPAs no hay resolución del contrato, siendo que los remedios de las partes se establecen en la obligación de indemnización. La aplicación es bastante sencilla y se tratan de la misma forma en un reclamo no generado por terceros; ya que finalmente lo que hará la cláusula SB o ASB es definir si una falsedad o declaración gatilla o no la obligación de indemnización (que tiene su procedimiento estándar hasta definir el daño).

**Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

El remedio más usual es la cláusula de indemnización. El contrato preverá en qué casos el comprador puede solicitar una indemnización. Si el contrato prevé una cláusula ASB, el comprador deberá buscar contar con declaraciones y garantías amplias a fin de buscar estar cubierto del riesgo de la materialización de una contingencia. Del otro lado, y como mencionamos arriba, un remedio que podría emplear un vendedor en caso se incluya una cláusula *pro SB* es establecer en el contrato que la materialización de las contingencias reveladas expresamente por el vendedor al comprador en los *disclosure schedules* no será indemnizable. Por el contrario, el comprador pretenderá que inclusive los daños producto de la materialización de contingencias reveladas sean indemnizados.

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

Por lo general solo cabe indemnización como consecuencia derivada de los contratos. No conozco casos en los cuales se haya discutido la validez de las cláusulas.

**Respuesta del Dr. Jorge Muñiz:**

En cuanto a las acciones o remedios disponibles para el comprador, en muchas ocasiones, el contrato establece que una vez producido el cierre de la compraventa, la única acción que el comprador tendrá frente al vendedor por la falsedad de las declaraciones y garantías será de naturaleza indemnizatoria. Los remedios más utilizados en los contratos de compraventa de acciones son las indemnizaciones y el reajuste de precio, no se llega a la resolución o nulidad del contrato porque es extremadamente caro y perjudicial para las partes. Sin embargo, siempre va a depender de lo que las partes acuerden durante las negociaciones del contrato, y los remedios siempre se van a negociar teniendo en cuenta



los resultados del DD que el comprador ha realizado a la empresa que va a adquirir. De esta manera, se van a incorporar por ejemplo los remedios en caso se gatille alguna contingencia luego de la compra de la empresa. Además de los remedios indemnizatorios, que en algunos casos, se ejecutan teniendo en cuenta los montos mínimos (regla *de minimis*) y puede pactarse que los daños no serán indemnizables hasta que en conjunto superen un determinado importe (lo que habitualmente se conoce como una *basket* o canasta) y se prevé si serán indemnizables a partir del primer dólar o se indemnizarán a partir de cierto monto. Los contratos establecen muchas veces también límites máximos a la indemnización (conocido como tope, o *cap*). Siendo este límite muy importante para el vendedor pues pone un límite absoluto a su responsabilidad. Además, se incluyen plazos para hacer los reclamos, generalmente para las situaciones de la responsabilidad por contingencias tributarias y laborales de la empresa, donde los plazos son mayores que en otro tipo de reclamos por la naturaleza de estos.

**Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

Dividimos nuestra respuesta en dos etapas (asumiendo que el cierre de la transacción es diferido a la fecha de firma): (i) pre-cierre y (ii) post-cierre. Tratándose de firma y cierre simultáneo, solo se aplica (ii).

Tratándose de (i):

- Si estamos ante una cláusula SB, el comprador podrá impedir u oponerse al cierre si es que no se cumple la condición precedente vinculada con la veracidad y exactitud de las declaraciones y garantías, incluso cuando conoció, en la fecha de firma, de los hechos que generan tal situación.
- Por el contrario, ante una cláusula ASB, el comprador no podrá impedir el cierre de la transacción si es que conoció, en la fecha de firma, los hechos que hicieron que las declaraciones y garantías sean falsas o inexactas

Por su parte, tratándose de (ii), nos referimos a nuestra respuesta a la pregunta No. 3 anterior sobre responsabilidad e indemnización ante cláusulas SB y ASB.

**Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

Si el contrato contiene una cláusula SB, el comprador usualmente utilizará el recurso indemnizatorio para verse compensado por la materialización de cualquier contingencia cuyo riesgo haya sido atribuido al vendedor, ya sea expresamente o a través de las declaraciones y garantías o cualquier otra estipulación del contrato correspondiente.

Si el contrato contiene una cláusula ASB, el comprador ve significativamente limitados sus recursos y en tanto se pueda dejar constancia que conocía de determinada contingencia, el vendedor debería verse liberado de su obligación. En tal caso, los recursos del comprador se ven limitados a mecanismos más basados en derechos indisponibles que no se ven afectados por el SB (p. ej. normas que establecen que no son válidos los pactos de limitación de responsabilidad en supuestos de dolo o culpa inexcusable).

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

Los remedios son principalmente contractuales, y recaen en la determinación de conceptos. En caso se implemente una cláusula SB, las partes deben buscar el mecanismo más idóneo para que se garantice la veracidad de las declaraciones.

En el caso de las cláusulas ASB, se debe determinar mecanismos más precisos y flexibilidad en el concepto de debido conocimiento por parte del comprador, y también sobre la forma cómo se conoce.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

Como he indicado más arriba, en Perú usualmente no se regulan de manera explícita estas cláusulas. Sin embargo, en caso el contrato de compraventa de acciones contenga una cláusula SB o ASB, es estándar que las partes negocien ampliamente (i) las declaraciones y aseveraciones del vendedor respecto del estado de la sociedad objetivo (buscando limitar o ampliar las mismas), (ii) las cláusulas de indemnidad (general o especial), así como los aspectos regulados en las mismas (plazos escalonados dependiendo de la

materia de indemnización, alcance de la cobertura de indemnización, formas de pago y garantía, formas de gatillo y defensa ante la materialización de una contingencia) y (iii) la posibilidad de contratar (bajo costo del vendedor o del comprador o ambos) una póliza de seguros *reps & warranties*.

9. Teniendo como premisa que las razones por las que se adquiere una empresa por lo general son distintas a valerse de los remedios contractuales para hacer valer las declaraciones y garantías de un SPA ¿Cuál es la importancia de los procesos de DD, y cómo éstos se afectan dependiendo de si se aplica una cláusula SB o ASB?

**Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

Como se indicó arriba, es vital, independientemente de tener un SB o un ASB. Claro está, como también se indicó, el nivel de detalle de un DD dependerá de si tenemos o no SB.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

Como indiqué los procesos de DD sirven para reducir la asimetría informativa entre comprador y vendedor y permitir que el comprador tome una decisión informada. La existencia de las cláusulas SB o ASB no debería impactar los procesos de DD, simplemente tienen que ver con el remedio disponible al comprador en caso, a través de la información obtenida en el proceso de DD, detecte que una declaración en el contrato es falsa o inexacta.

**Respuesta de Fátima de Romaña y Víctor Lazo:**

Por el lado del DD, una de sus funciones es justamente la de delimitar las contingencias que un comprador puede luego reclamar. En ese sentido, si se hace un DD, pero igual el comprador puede pedir u reclamar contingencias que ya conocía, es razonable incluso preguntarse para qué se hace un DD. Como mencionamos, en nuestra experiencia pedir una cláusula de SB es razonable en supuestos en los que no se ha hecho un DD o este es deficiente por alguna razón. Si, por el contrario, se aplica una cláusula ASB, es importante haber contado con un buen DD, por lo que este proceso se vuelve fundamental.

### **Respuesta de Enrique Ferrando:**

La realización del DD, y específicamente, la exhaustividad y el alcance del mismo, siempre dependerá de la necesidad que el comprador requiere satisfacer con dicha investigación. He visto casos en los que el comprador requería adquirir una compañía, porque tenía interés específicamente en los permisos de pesca que esa empresa poseía. Lo demás no le interesaba, y como consecuencia de ello, su DD era muy exhaustivo en relación a los permisos de pesca y los activos pesqueros, pasando por agua tibia todos los demás aspectos. Conocí otro caso en el que el comprador estaba interesado en incrementar su cuota de mercado para lo cual decidió comprar a una empresa competidora, lo cual le permitiría duplicar su cuota de mercado y adquirir hegemonía total. El DD realizado estuvo dirigido específicamente a determinar el alcance, y fidelidad del mercado de la compañía objetivo. Los demás aspectos no le interesaban, al extremo que estaba dispuesto a asumir todas las pérdidas que pudieran generarse en otros ámbitos, a condición de que la cuota de mercado adquirida no se perjudicara. En síntesis, el alcance del DD responde al interés del comprador. Sin embargo, el vendedor también tiene interés en que el comprador haga un buen trabajo, para que posteriormente no reclame sobre contingencias que pudo haber conocido realizando un DD razonable.

### **Respuesta de Ricardo de la Piedra:**

En la práctica es complicado, porque usualmente el SPA se comienza a negociar cuando todavía el due diligence no ha culminado. Entonces no se puede saber antes del DD si el SPA contendrá una cláusula de SB, en qué alcances o de ASB y en qué alcances. En procesos privados con más de un postor, podría darse el caso, pero eso hace que si se pacta una cláusula SB, el vendedor pierda el incentivo para entregar información completa o veraz, porque va a ser responsable igual de lo que pueda o no haber entregado; y el comprador la motivación para ser diligente en su análisis de riesgo previo al cierre; por otro lado, cuando hay una cláusula ASB; la carga está netamente en el comprador, y esto puede hacer que el DD se prorrogue, que se castigue innecesariamente el precio o que se sea demasiado agresivo en el set de reps o en la obligación de indemnización.

Evidentemente, todo entra por los ojos; y si un vendedor es diligente y ordenado y traslada ese comfort al comprador, es más sencillo tratar el régimen de indemnización sin una cláusula SB y solo a través de reps, anexos de revelación e indemnizaciones especiales, pero son supuestos específicos.

**Respuesta de Liliana Espinosa:**

En efecto, generalmente, uno adquiere una empresa por las ventajas y sinergias que generará la adquisición de la misma, y no para valerse de los remedios contractuales para hacer valer las declaraciones y garantías de un SPA. El mejor escenario para el comprador es que no se generen daños indemnizables y no tener que recurrir a la cláusula de indemnización bajo el contrato de compraventa de acciones en búsqueda de que el vendedor lo resarce por el daño sufrido. Sin embargo, no debemos olvidar que el contrato de compraventa de acciones es un instrumento para asignar riesgos entre las partes y por ello estas cláusulas son relevantes.

Es importante realizar un DD antes de realizar una inversión o adquisición de una empresa a fin de conocer con mayor detalle la compañía objetivo desde una perspectiva financiera, contable y legal. Asimismo, el DD legal permite identificar contingencias en la compañía objetivo que podrían llevar al potencial inversionista o adquirente a decidir continuar o discontinuar con dicha inversión o adquisición. Finalmente, haber llevado un DD exhaustivo permitirá al potencial inversionista o adquirente a mitigar y asignar adecuadamente los riesgos vinculados a las contingencias identificadas durante dicho proceso en los documentos de la transacción.

Asimismo, de incluirse una cláusula ASB, es probable que el comprador realice una tarea minuciosa en su DD, asegurándose de revisar documento por documento el *virtual data room* o entregado en el DD, o por el contrario, como estrategia más agresiva podría decidir no realizar un DD y basarse únicamente en las declaraciones y garantías del contrato de compraventa de acciones y cláusula de indemnización y así nunca podría argumentarse que tenía conocimiento de una contingencia no revelada.

**Respuesta de Paolo Robilliard:**

Creo que ya respondí esto.

**Respuesta de Jorge Muñiz:**

Como comentaba al inicio, el proceso de DD es fundamental para la adquisición de una empresa y evidentemente cuando las partes negocian el contrato de compraventa de esta empresa, si bien, por un tema de riesgos, incluyen las cláusulas que incluyen los remedios contractuales, la idea es que estos no se utilicen. Sobre las cláusulas de SB y ASB, cuando estamos frente a la primera solicitada por el comprador del negocio, en caso se incluya en el contrato tendrá el incentivo de hacer un DD superficial y no requerir información de la empresa con la finalidad de que ante cualquier materialización de una potencial contingencia puede hacer uso de esta cláusula y manifestar que no tuvo información para conocer de la potencial contingencia o que no tuvo conocimiento de la falta de veracidad de las declaraciones y garantías del vendedor; y, alegar la ejecución de los remedios indemnizatorios. Por el lado del vendedor también se genera un incentivo de eximirse de cumplir con las garantías a las que se obligó en caso se incluyan este tipo de cláusulas

**Respuesta de Oscar Benavides:**

Sobre importancia y propósito de procesos de DD, ver primer párrafo de respuesta a pregunta No. 1.

Sobre afectación de procesos de DD por cláusulas SB y ASB, ver respuesta a pregunta No. 3.

**Respuesta de Daniel Gonzales:**

Son muy importantes por las razones descritas en la respuesta a la pregunta 1. Si la cláusula favorece al vendedor (ASB) entonces el DD y, sobre todo, dejar constancia escrita de sus hallazgos es muy importante para el vendedor, puesto que cualquier cosa que el comprador haya conocido con ocasión de la revisión no será reclamable. De otro lado, incluso cuando la cláusula favorece al comprador (SB) el DD sigue siendo igual de

relevante puesto que, como bien formula el enunciado de la pregunta, las partes no tienen como principal intención buscar remedios contractuales (que muchas veces están limitados a la indemnización que se pueda pagar luego de un proceso legal que es largo y costoso) sino perfeccionar una transacción económica mutuamente beneficiosa para los involucrados

**Respuesta de Fernando Hurtado:**

Las razones de la contraposición de intereses en la adquisición de una empresa varían de acuerdo al rubro o los demás factores aplicables. Así, los compradores pueden identificar aspectos de masa crítica, sinergias, dominio, entre otros.

Independiente de las razones, el DD generalmente será recomendado debido a la asimetría de la información entre comprador y vendedor sobre la empresa objetivo.

**Respuesta de Diego Carrión:**

La importancia de los procesos de *due diligence* radica en conocer el estado de la sociedad objetivo, así como las posibles contingencias que podrían materializarse en el futuro. Esencialmente, permitiría al comprador identificar los riesgos que estaría dispuesto a asumir en el M&A.

Ante una cláusula ASB (sea dura o moderada), el comprador buscará entonces negociar el precio a la baja en tanto que tendría que asumir el riesgo de materialización de los potenciales riesgos identificados en el DD, así como incorporar una indemnidad especial por contingencias puntuales que considere relevantes y que por su importancia no estaría dispuesto a asumir, independientemente de la obligación de indemnidad general por contingencias no reveladas en el marco del DD.

En caso se pacte una cláusula SB, si bien en la teoría se señala que el comprador no tendría incentivos para realizar un DD adecuado, en la práctica y en nuestra experiencia, ello no es así. Primero, porque el comprador tiene todo el incentivo para identificar desde el primer momento adecuadamente los riesgos que asumiría en el M&A, en tanto que es la sociedad objetivo bajo su control la que responderá por la materialización de las contingencias (algunas de las cuales pueden generar daños reputacionales al comprador derivadas de contingencias legales). Y segundo, porque la obligación de indemnidad no

es ilimitada por parte del vendedor, sino que se encuentra limitada a un porcentaje del precio de compra que podría no resultar suficiente para responder por las contingencias identificadas y las no identificadas, eventualmente (además que el comprador ni busca comprar un litigio sino tomar control y concentrarse en el negocio adquirido). Es por ello que el comprador sí tiene todos los incentivos para realizar un DD sobre la base de estándares de diligencia en un M&A.

10. ¿Considera Usted que sería conveniente establecer una norma especial en nuestra legislación para regular el tratamiento de las cláusulas SB y ASB en materia de M&A? Por favor sustentar su respuesta.

**Respuesta del Dr. Carlos Arata:**

No. Nuestra legislación permite a las partes asignar riesgos y establecer claramente obligaciones y responsabilidades entre ellas. Crear una ley para esto sólo complicaría las cosas. Lo que debe hacerse es capacitar a jueces y árbitros en este tipo de transacciones.

**Respuesta del Dr. Rafael Lengua:**

Creo que no. La regulación de pactos contractuales generalmente tiene efectos nocivos porque termina limitando la autonomía privada. Lo que tiene que hacerse es afianzar el principio de autonomía privada, que en materia contractual siempre produce los mejores resultados.

**Respuesta de los doctores Fátima de Romaña y Victor Lazo:**

La verdad es que no. Considero que la negociación de este tipo de cláusulas en un M&A se pueden negociar sin recurrir a legislación especial.

**Respuesta de la Dra. Liliana Espinosa:**

Consideramos que no es necesario establecer una norma especial en nuestra legislación para regular el tratamiento de las cláusulas SB y ASB en materia de M&A. Creemos que



el mercado de M&A en el Perú ha venido sofisticándose y sus actores son capaces de negociar y establecer libremente la forma cómo prefieren regular este punto en un contrato de compraventa de acciones. Ambas partes, debidamente representadas, se encuentran en capacidad de asumir compromisos y definir, de buena fe y de acuerdo a sus intereses, cómo debe ser asignados los riesgos de la transacción, y decidir sobre la inclusión de una cláusula *pro* SB o ASB. En todo caso, si se estableciera una norma especial de este en nuestro ordenamiento, consideramos que debería tratarse de una norma supletoria y que resulte aplicable solo en caso las partes no hayan establecido una cláusula específica sobre la regulación de esta materia.

**Respuesta del Dr. Jorge Muñiz:**

Considero que ya hay ciertas normas en el código civil que regulan obligaciones y derechos a los que se someten los vendedores y compradores sobre las cláusulas de SB y ASB y podrían limitar a las partes en su libertad de negociar y determinar cuál será el contenido del contrato. Si bien esto no significa que no se pueden incluir estas cláusulas en los contratos, sí hay normas que debemos tomar en cuenta al incluirlas para no caer en nulidades. Respecto de incluir una norma especial en nuestra legislación para regular el tratamiento de las cláusulas de SB y ASB para los casos de M&A limitaría al comprador y al vendedor de negociar este tipo de cláusulas que finalmente lo que atribuyen al contrato es quién responderá por las contingencias que se han materializado limitando así responsabilidades y obligaciones de las partes. Dentro del mundo de los M&A las partes que se involucran en estos asumen riesgos y la forma de asumir estos riesgos se van a incluir en el contrato de compraventa, finalmente es por eso que se negocian y primará la voluntad de las partes y no necesariamente las normas jurídicas.

**Respuesta del Dr. Fernando Hurtado:**

En la medida que no son disposiciones contractuales prohibidas, en nuestra opinión la falta de regulación de las cláusulas SB y ASB brinda una flexibilidad deseable. Tememos que su inclusión termine encorsetando las figuras y su utilidad práctica en el mercado de M&A.

**Respuesta del Dr. Diego Carrión:**

No necesariamente. Un tema previo a considerar es que, como mencionábamos arriba, las partes no suelen incluir las cláusulas tipo de estudio ASB o SB en sus contratos, sino que son *silent* en esos aspectos o negocian aspectos moderados de las mismas.

En ese sentido, los alcances de la responsabilidad del vendedor en un contrato de compraventa de acciones dependerán en gran parte de la negociación concreta alcanzada entre las partes, como consecuencia de una serie de variables que no se repetirán necesariamente en todos los procesos de M&A. Ante esta falta de predictibilidad, si el sistema legal peruano regulase el tratamiento de las cláusulas ASB y SB, podría terminar incorporando una rigidez en las negociaciones que pudieran ser contrarias a los intereses de las partes.

Así, el sistema legal permite a las partes en un M&A la libertad para poder pactar cláusulas ASB o SB, o sus variantes, y aplicar el remedio negociado entre ellas ante la materialización de una indemnización pactada. Lo que no sabemos aún, pues al menos nosotros no hemos visto un caso, es cómo interpretarán los jueces peruanos o los árbitros, cualquier diferencia entre las partes respecto al alcance de esas cláusulas y su ejecución.

**Respuesta del Dr. Daniel Gonzales:**

No lo veo esencial a la fecha; definitivamente no hay muchos precedentes judiciales o arbitrales sobre el tema que hayan desmenuzado en detalle los temas legales involucrados en este tipo de disposiciones, por lo que tener una regulación legal, sobre todo si limita la autonomía privada de las partes en ese sentido, podría ser contraproducente.

**Respuesta del Dr. Oscar Benavides:**

En vista de que, bajo nuestro sistema legal, los precedentes judiciales y arbitrales no son por lo general vinculantes, en nuestra opinión, sí sería deseable que existan normas expresas que regulen el tratamiento de cláusulas típicas en operaciones de fusiones y adquisiciones, importadas del sistema anglosajón (como cláusulas SB y ASB), de manera que generen mayor seguridad jurídica y certidumbre para los agentes involucrados en estas operaciones.

**Respuesta del Dr. Ricardo de la Piedra:**

El modelo de contrato utilizado en procesos de M&A es importado del common law, así como las principales “tendencias” tales como el materiality scrape y el sandbagging. El Código Civil, si bien desactualizado, me parece que regula correctamente esta situación e impone el estándar de diligencia en el comprador. Si hablamos de una norma, pues sería ideal tenerla, pero entraría en la cola de otras normas más importantes en materia de M&A que no se regulan y chocan más directamente con la legislación nacional, tales como la aplicación y naturaleza de los reps y la obligación de indemnización y supuestos que la gatillan, por nombrar un par de ejemplos.

**Respuesta del Dr. Enrique Ferrando:**

Podría ser el caso que en alguna futura reforma de la ley General de Sociedades, se incluyan normas al respecto. En definitiva, una legislación clara sobre el particular evitaría muchas controversias que hoy tienen lugar precisamente por la falta de claridad de las normas sobre el particular.

**Respuesta del Dr. Paolo Robilliard:**

En principio no lo veo necesario, pero eventualmente podría pensarse en una norma (no imperativa, y por lo tanto que admita pacto en contra) conforme a la cual se presuma que el comprador no tiene el deber de comunicarle al vendedor los resultados de su DD (y por lo tanto puede asumir que el vendedor sabe lo mismo que él).

Desde luego todo derecho tiene como límite el abuso de derecho, por lo que, si se probara que ocultó información para tenderle una trampa al vendedor (cerrar y luego demandar, cuando el comprador debía presumir que eso no iba a ocurrir), podría haber un caso de responsabilidad.