

## APLICACIÓN DE CLÁUSULAS DE SANDBAGGING Y ANTISANDBAGGING

# Estrategias de negociación en M&A



RICARDO  
DE LA PIEDRA  
CALLE

Abogado por la Universidad de Lima. MBA por IE Business School, Madrid-España Socio del área de M&A del Estudio Muñiz

El alto volumen de actividad transaccional en operaciones de M&A, así como el ingreso de jugadores extranjeros en el mercado local en las últimas décadas ha generado que en el Perú se sigan adoptando muchas estrategias derivadas del *common law* en la negociación de los contratos de compraventa de empresas, ya sea a través de acciones o activos (“SPA”, para simplificar). Con motivo de una transacción cerrada recientemente, el motivo de este comentario es explicar brevemente de qué se tratan las llamadas cláusulas de *sandbagging* (“SB”) y *anti-sandbagging* (“ASB”) en este tipo de operaciones.

### Introducción

Virtualmente, en toda adquisición existe un componente de asimetría informativa que, evidentemente, implica riesgos (más para el comprador que para el vendedor). La pregunta es, ¿quién debe asumir estos riesgos en una operación M&A?

No es necesario ser abogado para entender que la asimetría de información puede ser reducida o quebrada a través de, precisamente, la entrega de información. El asunto se vuelve un poco más esotérico en la práctica: ¿qué cantidad de información? ¿cuántos años hacia atrás? La práctica estándar utilizada para reducir la brecha generada por la asimetría informativa implica la realización de un *due diligence* por parte del comprador que cubra los aspectos fundamentales del negocio de la empresa (información legal, financiera, con-

table y de las operaciones) y, evidentemente, de la propiedad de los vendedores sobre la empresa materia de venta. El propósito de esta revisión es identificar potenciales riesgos y contingencias que puedan disminuir el valor de la empresa o que deban ser indemnizados a futuro por el vendedor en caso se materialicen.

Imaginemos que somos compradores y tenemos en mente adquirir una empresa en el Perú. Comencemos con lo más simple: ¿quiénes son las personas que se encuentran en mejor posición y efectivamente tienen mayor conocimiento de la empresa en venta? Evidentemente, los vendedores. Y esto es lógico, en general, un propietario siempre va a tener más información sobre el bien que el que lo quiere adquirir. Como compradores queremos pagar el precio justo por la empresa, y para ello necesitaremos que el vendedor nos dé información o nos asegure determinadas características del bien a adquirirse.

Ahora bien, ¿se pueden imaginar el nivel de información que requeriría un comprador conservador de parte de un vendedor para reducir la asimetría informativa y cuál será su métrica para considerarla efectivamente

reducida? Esto, considerando que mientras más se extienda el proceso de *due diligence* para conocer la empresa, mayores serán los costos asociados a la transacción, y mayor es el riesgo de que no haya cierre.

Para evitar una situación en la que el encarecimiento de los costos de transacción y el plazo de revisión genere que una intención de compra se enfríe, las partes suelen otorgar “declaraciones y garantías” respecto a determinados hechos o situaciones (principalmente sobre su condición de titular de las acciones o activos transferidos, y sobre la situación de la empresa objetivo), que en caso resulten falsas, inexactas o incorrectas, gatillarán las obligaciones de indemnización del SPA. De esta forma, las partes logran asignar el riesgo intrínseco de la adquisición, y se logra que la decisión de adquisición no esté basada solo en los hallazgos del a veces atemporal *due diligence*, sino también en determinadas promesas del vendedor sobre la empresa materia de venta.

### Concepto de SB

Una vez realizado el *due diligence* (independientemente de la profundidad a la que se realice) y negociadas las declaraciones y garantías, un comprador usualmente buscará incluir una cláusula de SB en el contrato. 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.

También se considera que hay SB cuando el comprador argumenta desconocer el hecho que genera la obligación de indemnización, cuando en realidad podría haberlo conocido razonablemente durante las negociaciones, o utilizando un criterio de diligencia en la etapa de *due diligence* de la empresa objetivo.



## La legislación peruana

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.

### ¿Qué busca el comprador?

Como se puede inferir, el comprador buscará incluir una cláusula de SB en el contrato, a través de la cual el vendedor declare que la obligación de indemnización de los vendedores y cualquier remedio establecido en el contrato de adquisición

no se verán limitados en ningún supuesto por el conocimiento que el comprador podría haber adquirido durante el proceso de negociación, del *due diligence* u otras actividades similares propias de una transacción; y que el comprador celebra el SPA basándose en las declaraciones

y garantías que el vendedor le ha otorgado en dicho contrato.

Asimismo, 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, relacionado a definir el conocimiento (o desconocimiento) del comprador respecto al hecho materia de reclamo. En la práctica esto se vuelve particularmente engorroso cuando se incluyen definiciones en las que se hace referencia no solo al conocimiento definitivo, sino al llamado “conocimiento debido”, esto es, lo que el comprador tendría que haber conocido actuando diligentemente en el *due diligence* o en las negociaciones (incluyendo el alcance de las personas que se incluyen en dicha declaración).

A manera de ejemplo, saltan 2 problemas: (i) especialidad: ¿se le puede exigir a las personas incluidas en la definición del calificador conocer “todo sobre todo”?; y (ii) forma de conocimiento: si en una comida de negociaciones en un restaurante japonés uno de los vendedores comenta casualmente al CFO del comprador que la empresa objetivo “podría” tener un problema ambiental en el futuro, ¿califica como conocimiento transmitido?

### ¿Qué busca el vendedor?

Por su parte, el vendedor buscará que el comprador declare que ha realizado un *due diligence* “a su entera satisfacción” (que se le ha proporcionado toda la información solicitada, en la forma y pla-

zos en que la solicitó), que es un agente sofisticado, y que en ningún caso será responsable por la falsedad o inexactitud de alguna declaración y garantía si el comprador conocía (o debía conocer desprendiéndose de las circunstancias) tal hecho a la fecha de cierre.

En adición a ello, una cláusula ASB reduce la exposición al riesgo del vendedor respecto a hechos que el comprador haya podido conocer en el *due diligence* y dilata la ejecutabilidad de la obligación de indemnización mientras se acredita el conocimiento del comprador del hecho.

### ¿Dónde trazamos la línea?

En muchos casos, el riesgo asociado a la adquisición es lo que define la inclusión de este tipo de cláusulas:

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 podría perder el incentivo para entregar información completa o veraz; y el comprador la motivación para ser diligente en su análisis de riesgo previo al cierre.

Como comentario final, la aplicación de este tipo de cláusulas dependerá mucho del tipo de transacción, de los actores, la información disponible y –principalmente– del lado de la mesa de negociación en que el abogado se encuentre. ▀