

INSTITUTO PACÍFICO

FUSIONES & ADQUISICIONES



I N S T I T U T O P A C Í F I C O

Carlos Alberto Soto Coaguila
(Director)

FUSIONES & ADQUISICIONES

Prólogo
Jorge Ossio Gargurevich

Liliana Espinosa Reboa • Oscar Trelles de Belaunde • Alberto Rebaza Torres • Lucia Ochoa Becerra • Emil Ruppert • José Antonio Payet Puccio • Sergio Amiel Rodríguez-Carpi • Rafael Boisset Tizón • Julio Gallo Broel-Plater • Fulvio Italiani • Paula Serra Freire • Natalija Vojvodic • Elisabeth Eljuri • Carlos Chiossone • María-Leticia Ossa-Daza • Carlos Fernando Barnard Villalba • María Luisa Cánovas • Nicholas E. Rodríguez • Raquel Novais • Adriana Pallis • Carlos José Rolim de Mello • Gláucia Mara Coelho • Clarissa Figueiredo de Souza Freitas • Fernando Gentil Monteiro • João Carlos Ribeiro Areosa • Jaime E. Cubillos Porto • Paula Torres Holguín • Felipe Cuberos De las Casas • Cristina Moure Vieco • Sergio Michelsen Jaramillo • Dario Laguado Giraldo • Diego Pérez Ordóñez • José Urízar Espinoza • Patricia López Aufranc • Juan Pablo Fábrega • Lisa Domínguez





Serie: Fusiones & Adquisiciones 1

FUSIONES & ADQUISICIONES

Director:

Carlos Alberto Soto Coaguila

Primera Edición - Febrero 2015

Copyright 2015

© Instituto Pacífico S.A.C.
© Instituto Peruano de Arbitraje - IPA

Diseño, diagramación y montaje:

Georgina Condori Choque
Ricardo De la Peña Malpartida
Billy Solano Anchante

Edición a cargo de:

Instituto Pacífico S.A.C. - 2015
Jr. Castrovirreyna N° 224 - Breña
Central: 332-5766 / E-mail: prensa@aempresarial.com

Tiraje: 1000 ejemplares

Registro de Proyecto Editorial: 11501051500227

ISBN: 978-612-4265-08-2

**Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú N°:** 2015-02126

Instituto Peruano de Arbitraje - IPA: Av. San Felipe N° 540 Int. 1503, Jesús María - Lima, Perú
Telf: 461-6530 / Email: informes@peruarbitraje.org

Impresión a cargo de:

Pacífico Editores S.A.C.
Jr. Castrovirreyna N° 224 - Breña
Central: 330-3642

Distribución y ventas:

Central: 332-5766 / E-mail: distribuidores@aempresarial.com

Derechos Reservados conforme a la Ley de Derecho de Autor.

Queda terminantemente prohibida la reproducción total o parcial de esta obra por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, químico, óptico, incluyendo el sistema de fotocopiado, sin autorización escrita del autor e Instituto Pacífico S.A.C., quedando protegidos los derechos de propiedad intelectual y de autoría por la legislación peruana.



PRESENTACIÓN

Las operaciones de fusiones y adquisiciones, *Mergers and Acquisitions* (M&A), son herramientas corporativas que en la actualidad permiten ganar competitividad y dimensionamiento a las compañías mediante la combinación y adquisición de empresas. En los últimos años, estas operaciones empresariales se han incrementado notablemente en la región, tomando así una gran importancia en el índice de crecimiento y generando un clima sumamente atractivo para las inversiones privadas, sean nacionales o extranjeras.

En base a los intereses de los agentes empresariales, las empresas pueden tener diversos motivos para llevar a cabo una fusión o adquisición, como la necesidad de generar sinergias entre las empresas involucradas para maximizar el valor de sus acciones, eliminar un competidor, aumentar el crecimiento o poder de la empresa, entre otros.

Considerando el auge y la importancia de estas operaciones, el **INSTITUTO PERUANO DE ARBITRAJE (IPA)** ha organizado rigurosos eventos académicos sobre fusiones y adquisiciones con la finalidad de generar un diálogo e intercambiar experiencias, y buenas prácticas en la materia, invitando a los más destacados expertos peruanos y extranjeros. Sumado a este esfuerzo, el IPA consideró la necesidad de plasmar el resultado de estos encuentros en una obra colectiva en la cual se analice la problemática en materia de fusiones y adquisiciones. Para el logro de este objetivo, hemos convocado a reconocidos expertos nacionales y extranjeros para abordar las nuevas fórmulas, las técnicas contractuales y empresariales que permitan desarrollar, y resolver de manera más completa y organizada las operaciones de adquisiciones, y uniones de empresas.

De este modo, el lector podrá encontrar en el libro *Fusiones & Adquisiciones* dieciocho (18) artículos de un selecto grupo de juristas, profesores y expertos de reconocida trayectoria académica, quienes, desde distintas perspectivas y corrientes metodológicas, analizan la problemática en materia de M&A.

En esta breve presentación no pretendemos ingresar al análisis de los trabajos que componen esta obra, pues el doctor Jorge Ossio Gargurevich, uno de los máximos exponentes de M&A en el Perú, ha elaborado un mag-

nífico prólogo comentando la presente obra para introducirnos en su lectura, enmarcando así los distintos temas de la problemática de las fusiones y adquisiciones.

Es nuestra intención que esta obra, pionera en nuestro medio, sea de utilidad y de gran importancia para toda la comunidad jurídica interesada en los temas de fusiones y adquisiciones, ya que los distintos artículos que la componen abordan un sustancioso aporte a la doctrina actual, dada la constante dinámica de este tipo de operaciones en el Perú y el mundo.

No podemos terminar estas breves líneas sin agradecer a cada uno de los autores que han participado en la elaboración de esta obra y al doctor Jorge Ossio Gargurevich por el honor de prologar este libro.

Del mismo modo, hacemos extensivo nuestro profundo agradecimiento a todo el equipo de trabajo del **INSTITUTO PERUANO DE ARBITRAJE (IPA)**, sin el cual no sería posible esta publicación, así como al **INSTITUTO PACÍFICO** por el impecable trabajo de edición.

Para finalizar estas líneas, invitamos a toda la comunidad jurídica a disfrutar de la lectura de cada uno de los trabajos contenidos en esta obra y a participar en el segundo volumen de esta colección jurídica.

Lima, Febrero de 2015

Carlos Alberto Soto Coaguila

Presidente del **INSTITUTO PERUANO DE ARBITRAJE (IPA)**
Socio fundador del estudio **CARLOS SOTO & ABOGADOS**



PRÓLOGO

Se me ha solicitado presentar esta importante obra colectiva sobre las fusiones y adquisiciones, que agrupa trabajos de la más alta calidad y actualidad de algunos de los principales abogados dedicados a este tipo de transacciones en el Perú y de algunos muy destacados expertos internacionales en estos temas. Acepto el encargo con entusiasmo, desde luego, sobre todo por el gran aporte que una obra de esta naturaleza significa a la aún incipiente bibliografía de este tema tan actual y trascendente en el Perú de hoy.

Como apuntan varios de los autores de esta obra colectiva, el dinamismo y apertura del mercado peruano a partir de la década de 1990 y el crecimiento de nuestra economía a partir de la aplicación sostenida de políticas económicas sanas, han hecho que el país se inserte plenamente en la economía mundial y que casi desde el inicio de la aplicación de estas nuevas políticas, pero más acentuadamente en los últimos años, las operaciones de ventas, adquisiciones y reorganizaciones de empresas se hayan multiplicado, como clara respuesta del mercado a estos importantes índices de crecimiento y a la estabilidad de un sistema jurídico básicamente atractivo para la inversión privada, sea nacional o extranjera.

Con respecto a esto último, es decir al sistema jurídico vigente, el cambio en relación a la situación que existió hasta antes de las reformas es ciertamente dramático, como ha sido dramático también el impacto que tales reformas tuvieron en el empresariado y en las inversiones que, a partir de las mismas, se comenzaron a hacer y se continúan haciendo en el país. El hecho de que nuestra Constitución y leyes como la Ley de Promoción de la Inversión Privada (Decreto Legislativo N° 662), la Ley Marco para el Crecimiento de la Inversión Privada (Decreto Legislativo N° 757) y otras se preocuparan de regular derechos y garantías vinculados a la libertad de comercio, la protección de la propiedad privada, la libertad de contratación y la no intervención del Estado en los contratos, la no discriminación contra la inversión extranjera, el libre acceso a divisas en las mejores condiciones del mercado y su libre circulación en el país y hacia el extranjero, el derecho de repatriar libremente las inversiones y sus utilidades, la posibilidad de acceder a convenios de estabilidad jurídica en ciertas condiciones, y la posibilidad de resolver las controversias suscitadas entre las partes mediante arbitraje, entre otras medidas, hicieron, sumados otros factores desde luego, que se viera al país como un lugar en que la situación estaba dada para que las inversiones se desarrollaran en

condiciones de mercado normales de acuerdo con la propia viabilidad de cada proyecto, sin afectaciones o sorpresas por parte del Estado, que eran cotidianas en el país en épocas pasadas. Casi violentamente nos convertimos, por lo menos en cuanto a sistema jurídico se refiere, en un país moderno y viable donde ciertas condiciones naturales que nos acompañan desde siempre (el famoso “mendigo sentado en un banco de oro” de Raimondi), pudieran realmente explotarse y desarrollarse en beneficio de todos.

Si debemos empezar este comentario preliminar de la obra a partir de la norma general que regula el objeto de las transacciones materia de las fusiones y adquisiciones, es decir, las sociedades, habrá que indicar que la Ley General de Sociedades de diciembre de 1997 fue ciertamente un gran avance respecto de la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966, aun considerando los remozamientos de que esta última fue objeto a lo largo de los años.

Ciertamente, las actualizaciones que se introdujeron en el tiempo en relación a la Ley de Sociedades Mercantiles tuvieron el gran mérito de poner en el debate la necesidad de modernizar el tratamiento del Derecho de sociedades en el Perú, considerando no solo el transcurso del tiempo desde su promulgación en el año 1966, sino el hecho de que la Ley de Sociedades Mercantiles fue un texto inspirado y muy cercano a la ley española de la materia de 1951, lo que incrementaba aún más su atraso. Estos esfuerzos, sin embargo, distaban de ser lo que en realidad se necesitaba: una reforma integral de la ley para incorporar figuras nuevas, omitidas por la legislación anterior y solucionar, además, algunos problemas prácticos que había presentado la antigua legislación.

Expresando la preocupación anterior, Enrique Normand Sparks, Presidente de la Comisión Redactora de la nueva Ley General de Sociedades, señala, en su exposición de presentación del Proyecto de esa Ley a la Comisión Revisora del Congreso de la República, que “la legislación societaria vigente (...) que era una legislación acertada, funcionó de manera adecuada durante un tiempo, esto es, en tanto la economía peruana se movía en unos cauces y a un ritmo mucho más lento. Hoy día la economía mundial y con ella la economía peruana, han adquirido una dimensión y una dinámica que no se condice con las normas societarias que rigen en la materia en el Perú”.

Pues bien, la Ley General de Sociedades de 1997 logra, en mucho, este objetivo de actualización a los tiempos modernos de nuestra legislación societaria. Esto se puede apreciar a lo largo de la actual ley en muchos aspectos, incluyendo también todo lo relacionado con la reorganización de sociedades tratada con amplitud en la Sección Segunda de la Ley, y que permite aproximarnos, aunque solo eso, a algunos aspectos que dan base al trabajo que es materia del presente prólogo.

En relación a esto último, puede resaltarse, por ejemplo, la regulación que existe en la Ley General de Sociedades sobre la figura de la escisión,

que no era tratada en la legislación anterior, la posibilidad de fijar voluntariamente la fecha de entrada en vigencia de las fusiones y escisiones, tema que llama la atención a nivel internacional, así como las figuras, novedosas en su momento, que permiten la radicación en el país de sociedades constituidas fuera del Perú sin pérdida de la personalidad jurídica original, hecho que se viene dando con cada vez más frecuencia ahora en el país, sobre todo como respuesta a ciertas reformas tributarias aprobadas en los últimos años o la transformación de sucursales en subsidiarias que conservan la misma personalidad jurídica como centro de obligaciones y derechos.

Paralelamente a esta actualización de la norma madre en nuestro Derecho societario, desarrollada en esta obra de manera general, este fenómeno de modernización de la economía peruana y reinserción del país en el mundo internacional, que se ha dado en el Perú desde 1990 en adelante, trajo también, como lo apuntan varios de los autores participantes, un cambio en nuestras prácticas de contratación tratándose de la adquisición o venta de empresas, ahora muchas veces combinada con reorganizaciones empresariales. Es lo que en el mundo anglosajón se conoce como *Mergers & Acquisitions* objeto de nuestro estudio, que tiene el inmenso mérito de empezar a tratar doctrinariamente en el Perú, de manera organizada, este fenómeno, es decir, el de las fusiones y adquisiciones, que es justamente el tema central de este libro colectivo.

Revisando la magnífica lista de autores que colaboran en esta obra, puedo fácilmente darme cuenta de que, por lo menos en relación a los autores peruanos, soy probablemente el “menos joven” o el de “más experiencia” de todos ellos; por lo que quizás algunos de ellos no vivieron lo que se dio en el país a partir de la década de 1990 y que explica, en mucho, lo que es nuestro país casi 25 años después y la actividad en el mercado de fusiones y adquisiciones que tenemos y hemos venido teniendo por varios años a la fecha.

En mi experiencia, diría que fueron los grandes procesos de privatización los que abrieron el camino en el mercado peruano al tipo de contratación que es común ahora en cualquier proceso mediano de adquisición o venta de empresas. Estamos hablando básicamente de los procesos de privatización mayores, como los que se dieron en la industria de generación y distribución de energía eléctrica (Electrolima S. A. y Electropéru S. A.), en los servicios de telefonía (Compañía Peruana de Teléfonos S. A. y Entel Perú) o en el caso de grandes bancos (Banco Internacional y Banco Continental), solo por citar algunos casos relevantes.

Fueron procesos, como se recordará, que se manejaron con mucho profesionalismo y cuidado, y que, en ese camino, fueron asesorados por firmas internacionales de abogados de gran prestigio y bancos de inversión de primer nivel. Así, por ejemplo, el proceso de privatización de la industria de generación y distribución eléctrica en Lima fue asesorado en los aspectos legales

por la firma internacional Clifford Chance y, en los aspectos económicos y financieros, por el Banco Mundial, a través de la *International Finance Corporation*. El proceso de la Compañía Peruana de Teléfonos S. A. y de Entel Perú, por el lado legal, tuvo el apoyo de Baker & McKenzie; y, de Morgan, Grenfell and Company (hoy Deutsche Morgan Grenfell) y de Coopers & Lybrand (hoy PwC), en el lado económico y financiero.

En lo personal, me tocó participar cercanamente en el proceso de privatización de la industria de generación y distribución de electricidad en Lima (lo que era Electrolima S. A. en ese entonces), que fue ciertamente un proceso complejo de venta que hasta la fecha aun era extraño en nuestros mercados.

El proceso organizado para la venta y los contratos que se elaboraron para esa privatización tenían mucho de lo que ahora estamos acostumbrados a ver y negociar en procesos de venta de solo mediana envergadura, como el proceso de debida diligencia (*Due Diligence*) y de los efectos que supone para los adquirentes esa revisión, las representaciones y garantías que el Estado dio en relación a las empresas materia de la venta, los efectos que esas representaciones y garantías suponían para el Estado y las partes, las reglas sobre las responsabilidades que asumía el Estado y en qué condiciones eran asumidas, entre otros aspectos que son corrientes en la contratación de operaciones de fusiones y adquisiciones en el Perú de hoy.

Recuerdo haber escuchado al Dr. Javier Tovar Gil, Presidente del Comité de Promoción de la Inversión Privada (CEPRI) de la Compañía Peruana de Teléfonos S. A. y Entel Perú, contar, como anécdota, haber visto cómo un abogado de la envergadura del Dr. Enrique Elías Laroza, lamentablemente ya fallecido, acudía personalmente al *Data Room* armado para el respectivo proceso de Debida Diligencia y verlo “remangarse” y revisar personalmente los documentos puestos a disposición para su examen por los distintos postores, actitud que actualmente sería impensada, fuera probablemente de alguna reunión inicial o algunos temas puntuales.

Mucha agua ha corrido bajo el puente desde esos días, y el contacto cada vez mayor y cotidiano con estas nuevas fórmulas y técnicas contractuales a partir de las inversiones que han venido al país, del propio desarrollo de nuestros mercados, del retorno al país de profesionales peruanos no solo educados sino con experiencia laboral en mercados más sofisticados y con experiencia en este tipo de contratación, y ciertamente de otros factores coadyuvantes; ha terminado por consolidarlas, siendo ahora la norma común en prácticamente todos los procesos de adquisición o venta de empresas de cierta envergadura en el país.

Y esto, como anota, entre otros, José Antonio Payet Puccio en su magnífico artículo incluido en esta obra, no por un afán de copiar prácticas foráneas alienando nuestra propia tradición contractual civilista, sino porque efectivamente esas nuevas fórmulas y técnicas contractuales permiten abordar y

resolver de manera más completa y organizada, a partir de constataciones prácticas sobre la problemática que se repite en este tipo de contratos y del registro ordenado de la misma, los distintos giros que presentan estas operaciones y asignar adecuadamente los riesgos que ellas suponen entre las partes.

Pues bien, la importante obra que me toca prologar ahora es un compendio de sustanciosos artículos de autores peruanos y extranjeros que quizás por primera vez, de manera organizada, tratan distintos temas vinculados a la problemática que presentan las operaciones de adquisiciones y ventas de empresas, a partir de la experiencia que se ha venido acumulando en el mundo y en el país en relación a este tipo particular de transacciones, que con el correr del tiempo, tienen ya una doctrina propia pero en permanente evolución, dada la dinámica de ese tipo de contrataciones en el mundo y en el Perú de hoy.

Los distintos artículos que componen la obra nos hacen recorrer con brillantez distintos aspectos de esta doctrina particular sobre las transacciones de adquisición y venta de empresas.

Así, por ejemplo, Liliana Espinosa Reboa y Oscar Trelles de Belaunde, dos jóvenes y brillantes profesionales a quienes conozco cercanamente, tratan un tema novedoso que viene cobrando mayor relevancia en nuestro país, después de varios años en los cuales los fondos de inversión o *private equity* han venido realizando inversiones en distintas empresas del medio. Estamos hablando de las formas y estrategias de salida que utilizan dichos fondos para desinvertir en las empresas que adquirieron participaciones accionarias años antes. Los autores nos explican cómo debe prepararse una desinversión para que la misma sea, más o menos, exitosa en cuanto al retorno que finalmente obtenga el fondo, incidiendo en el análisis no solo de los aspectos jurídicos sino también de negocios del tema.

Los autores se refieren a los distintos actores en estas operaciones y a las distintas formas de salida que existen, desde una venta de acciones hasta la liquidación del negocio, pasando por la oferta pública inicial y los procesos de dos vías. Describen los principales aspectos que se deben tener en cuenta y presentan las ventajas y desventajas de cada alternativa, lo que permite compararlas y ajustarlas a cada caso particular.

El artículo de Espinosa Reboa y Trelles de Belaunde incorpora, de forma estructurada, una serie de consideraciones de estrategia, negocios y finanzas que son importantes para las partes, pero que muchas veces son ignoradas o dejadas de lado por los asesores legales. Es ese, probablemente, uno de los aportes más interesantes del artículo, al mostrar que cada vía de desinversión tiene diferentes aristas que deben ser tomadas en cuenta por los fondos de inversión y que tienen efectos sobre el retorno que le darán a sus inversionistas.

El brillante artículo de Alberto Rebaza Torres y Lucia Ochoa Becerra recorre las principales fuentes de controversia que se dan en las operaciones de ventas, adquisiciones y reorganizaciones de empresas. Así, los autores

analizan las controversias que surgen al momento de fijar el precio de la transacción y aquellas vinculadas con las declaraciones y garantías del vendedor en el contrato.

En relación a las primeras, se refieren en detalle a aquellas controversias generadas en la fijación del precio a través de un múltiplo de EBITDA establecido por las partes, y nos hacen ver cómo el EBITDA no es un concepto que pueda calcularse de manera unívoca, y cómo el incluir en el cálculo determinados conceptos o no o el incluirlos de manera distinta, incide en el valor de la compañía en perjuicio de una u otra parte. Así ponen en relieve, entre otras situaciones, cómo se presentan estas diferencias si se incluyen en el cálculo ingresos no recurrentes o extraordinarios, inflando el valor real de la compañía en beneficio del vendedor o, por el contrario, incluyendo gastos o costos no recurrentes o extraordinarios, bajando el valor real en beneficio del comprador. A la luz de esta situación, sugieren que inevitablemente habrá discusión entre la partes, por lo que los contratos siempre deberán prever mecanismos para solucionar, de la mejor manera, estas controversias.

Otra fuente de controversia usual, en relación a la fijación del precio, anotan los autores, es el ajuste por capital de trabajo; pues si bien el concepto teórico no admite discusión, la controversia se da en la definición de las cuentas que integran el activo corriente y el pasivo corriente, que varían en función a las políticas contables de cada empresa.

Pasando al análisis de las declaraciones y garantías del vendedor en el contrato como fuente de controversia entre las partes, Rebaza Torres y Ochoa Becerra nos señalan que no basta que existan situaciones de incumplimiento, falsedad o inexactitud respecto de las mismas, sino que es preciso que estas situaciones originen un daño en perjuicio del comprador; pues de no ser así la discusión que pueda darse se situará en un plano teórico (ético), pero sin trascendencia jurídica. Las discusiones entre las partes, en este caso, irán, en primer lugar, por la existencia o no de estas situaciones de incumplimiento, falsedad o inexactitud respecto de las declaraciones y garantías; y, en segundo término, por el lado de la fijación del daño respectivo.

Emil Ruppert, otro importante autor nacional, nos hace ver la utilidad (y los peligros) que presenta la cláusula de *earn outs* en la fijación del precio cuando estamos ante un entrampamiento sobre el verdadero valor de la empresa en venta.

Nos explica cómo la cláusula de fijación del precio de venta mediante *earn outs* ayudará a cerrar la transacción de venta cuando las partes aun no se han puesto de acuerdo sobre un precio actual, dado que persiste la discusión sobre el verdadero valor del negocio en marcha, probablemente en función a intangibles de difícil medición, pero consideran que han avanzado lo suficiente como para firmar el contrato de compraventa definitivo. En ese caso, nos dice Rupert, el precio podrá pactarse bajo fórmulas determinables,

en función a reajustes posteriores medidos según el desempeño futuro del negocio (*earn outs*), aunque nos alerta de los múltiples riesgos que ello acarrea y de la forma en que los mismos pueden enfrentarse.

José Antonio Payet Puccio nos presenta un magnífico trabajo sobre la función que cumple el contrato de compraventa de empresas y las responsabilidades del vendedor en los mismos. Nos hace ver cómo el contrato de compraventa de empresas es un mecanismo instrumental cuya función es no solo causar la transferencia de propiedad de la empresa al comprador, sino transmitir información sobre los riesgos de la empresa al comprador y asignar dichos riesgos entre las partes, determinando quién asume las posibles pérdidas o daños, en el evento de que tales riesgos se materialicen.

Nos explica que el contrato de compraventa de empresas usualmente regula temas como las condiciones para el cierre, la conducta que deben mantener las partes hasta el cierre, las características de la empresa que es el objeto subyacente del bien que se vende (acciones), las declaraciones y garantías de las partes, las responsabilidades en casos de incumplimiento, las indemnizaciones aplicables, las limitaciones respecto de las mismas y las obligaciones de las partes luego del cierre; para luego empezar a tratar la problemática detrás de algunas de estas cláusulas.

Así, se refiere a la cláusula de fijación del precio y nos explica cómo los *earn outs* y los mecanismos de ajuste flexibilizan los desacuerdos de las partes en el camino a lograr el cierre del contrato. Trata también, con amplio detalle toda la problemática detrás de las cláusulas de declaraciones y garantías ofrecidas por el vendedor, sobre todo en su relación con el principio de buena fe contractual y del saneamiento por vicios ocultos, concluyendo sobre esto último que la obligación de saneamiento solo debe recaer sobre las acciones, que son el objeto mismo de la venta y no sobre el objeto subyacente del contrato que es la empresa cuyo capital representan esas acciones.

Luego pasa a tratar las obligaciones de indemnización y las limitaciones que se pueden establecer a la responsabilidad del vendedor en el contrato, y allí, entre otros, se refiere a las implicancias que podrían existir entre el artículo 1328 de nuestro Código Civil, conforme al cual es nula toda estipulación que excluya o limite la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable, y las declaraciones y garantías contempladas en el contrato, concluyendo que en su opinión esa norma de nuestro Código no es aplicable a la responsabilidad proveniente de la falsedad de las declaraciones y garantías; dado que en este caso no estamos en una situación de inejecución de obligaciones, sino de una garantía contractual.

Concluye su análisis con un tema fundamental en nuestra legislación de Derecho civil, resaltando cómo en nuestro caso, a diferencia del Derecho anglosajón, la libertad contractual está enmarcada en principios y normas imperativas que la limitan.

El artículo de Sergio Amiel Rodríguez-Carpi, por su parte, nos presenta una serie de consideraciones prácticas para la negociación del régimen de indemnizaciones que se pactará en los contratos de adquisición y venta de empresas.

Si bien no cuestiona la denominación castellana de la cláusula de *Representations & Warranties*, como veremos a continuación que lo hace Boisset, coincide con este en que las mismas son complementarias a los procesos de debida diligencia, como mecanismo de asignación de riesgos. Va más allá, sin embargo, y también nos hace ver cómo las que denomina declaraciones y garantías pueden interactuar con las cláusulas que establecen condiciones para el cierre, las que prevén causales de resolución y las que regulan las indemnizaciones.

Amiel Rodríguez-Carpi explica las calificaciones más comunes sobre las cláusulas indemnizatorias pactadas en este tipo de contratos, como son aquellas por situaciones de materialidad (la cláusula sobre *Material Adverse Effect*, por ejemplo), conocimiento del vendedor (de quien, efectivo versus imputado, por ejemplo) y de los *disclosure schedules*.

Analiza también la cláusula de indemnizaciones y las limitaciones más comunes en cuanto a su monto y los procedimientos de reclamación de estas indemnizaciones y su problemática. Finaliza explicándonos qué es el *sandbagging* y el *antisandbagging*, y cómo cada vez es más frecuente la discusión sobre una pretendida exoneración de responsabilidad en relación al conocimiento de toda la información que se ha puesto a disposición del comprador en el proceso de debida diligencia así como los argumentos a favor de una posición y otra.

En su artículo, Rafael Boisset, busca explicar cómo se pueden reducir los costos de transacción en operaciones de adquisición y venta de empresas mediante un cuidadoso tratamiento de las cláusulas de Declaraciones y Aseveraciones (las famosas *Representations & Warranties* del Derecho anglosajón) y de “indemnidad” (*Indemnities* en el Derecho anglosajón).

Asimismo, esclarece que denomina a las *Representations & Warranties* como declaraciones y aseveraciones debido a la asimetría informativa que existe entre las partes, y a la insuficiencia de los procesos de entrega de información y debida diligencia que se dan en las típicas transacciones de adquisición y venta de empresa; las cláusulas de declaraciones y aseveraciones se convierten en un mecanismo complementario imprescindible para terminar de asignar los riesgos inciertos o desconocidos entre las partes de una manera adecuada y completa.

También nos hace ver cómo en el Derecho peruano es imprescindible determinar, de manera expresa, las consecuencias que tendrán para las partes las posibles inexactitudes de las declaraciones y aseveraciones de cada parte; ya que a diferencia del Derecho anglosajón, que sí establece legalmente

las consecuencias de las referidas inexactitudes, en nuestro país ello no se da así, por eso habrá que preverlo expresamente.

Nos indica, por último, que lo más común es restringir las consecuencias de estas violaciones vinculadas a las declaraciones y aseveraciones, al pago de indemnizaciones. Pero nos señala que, para que el contrato tenga sentido económico para el vendedor, usualmente dichas responsabilidades por daños están sujetas a limitaciones de alguna naturaleza.

El artículo de Julio Gallo Broel-Plater, analiza las características del escrow financiero, figura empleada en operaciones de compraventa de empresas. Trata los elementos del contrato, la función del agente del escrow, la creación de la cuenta escrow y sus costos. Finalmente, explica qué normas de la Ley General del Sistema Financiero son aplicables a esta figura, en principio atípica, concluyendo que es conveniente para su utilización que no exista regulación específica, pues brinda mayor capacidad de regulación a las partes.

Raquel Novais y otros varios socios, y asociados de Machado Meyer Sendacz Opice Advogados nos presentan un artículo en el que se busca determinar en qué medida son aplicables instituciones del Derecho anglosajón en materia de fusiones y adquisiciones, como las declaraciones y garantías con finalidad indemnizatoria o las cláusulas de *Material Adverse Change*, a operaciones regidas bajo la legislación brasileña. Los autores sostienen que dichas cláusulas no son contradictorias con el Derecho brasileño; sin embargo, no pueden ser usadas en exactamente la misma forma, debiendo ser adaptadas para evitar conflictos con las normas y jurisprudencia brasileñas.

Jaime E. Cubillos Porto y Paula Torres Holguín nos muestran, desde Colombia, un interesantísimo artículo sobre la tendencia del uso de contratos de raigambre anglosajona en nuestras jurisdicciones, centrando el análisis de los problemas que ello podría traer al caso específico de las cláusulas de *Material Adverse Change* o *Material Adverse Effect* (cláusulas MAC), que, en general, *nos dicen*, cumplen, por un lado, la función de distribuir el riesgo del deterioro de la compañía en el caso de cierre diferido de la venta; y, por otro, la función de calificar las *Representations & Warranties* que se ofrecen en el contrato.

Agagan que su análisis lo van a centrar en los casos de posibles deterioros de la empresa en venta hasta el cierre definitivo, y nos hacen ver que la forma usual de pactar las cláusulas MAC en un contrato bajo ley de Nueva York, por ejemplo, es intencionalmente genérica pues las partes se someten a la interpretación que de las mismas haga el juez para cada caso específico, sobre la base además de una amplia jurisprudencia que les da contenido. Pero nos advierten que en nuestras jurisdicciones la redacción debe ser lo más completa posible; ya que si no es así, la voluntad de las partes puede resultar mediatisada por la aplicación por parte del juez, ante la oscuridad de

la cláusula, de normas supletorias de nuestra legislación que eventualmente pueden desviar el contrato del objeto inicial.

Los autores nos indican que, si bien ayuda, no basta prever, como es común, *carve outs*, es decir, una serie de situaciones reguladas expresamente donde las cláusulas MAC no se aplicarán, como los casos claros de desastres naturales o cambios en la ley, por ejemplo, porque lo que debe existir en nuestra jurisdicción es un concepto preciso de lo que constituye un MAC para las partes. De lo contrario, esas cláusulas pueden interpretarse como vacías de contenido, con lo cual el tema en controversia se deberá resolver al margen de la voluntad de las partes, en función a normas de carácter supletorio.

Cubillos Porto y Torres Holguín inciden en algo que, a veces, los abogados pasamos por alto: el posible enfrentamiento de algunas cláusulas de los contratos bajo modelos anglosajones que utilizamos en las operaciones de venta, adquisición y reorganización de empresas con normas de orden público lo cual puede acarrear la nulidad de las mismas, como podría suceder, en el caso de las cláusulas MAC, por ejemplo, si las mismas contienen obligaciones sujetas a hechos futuros e inciertos, es decir, condiciones, y las mismas califican como potestativas, entre otras situaciones.

Desde Colombia, Felipe Cuberos De las Casas y Cristina Moure Vieco centran su análisis en el rol que cumplen las declaraciones y garantías (*Representations & Warranties*) en las jurisdicciones de Derecho civil. Nos indican que las declaraciones y garantías son, básicamente, declaraciones sobre el estado y condiciones en que se encuentra la empresa, cuyas partes de capital serán transferidas, y sobre la capacidad del vendedor para completar la venta. Exactamente, señalan que las declaraciones son afirmaciones sobre hechos que finalmente motivan la decisión de las partes de contratar; mientras que las garantías son promesas sobre situaciones futuras vinculadas a la empresa, objeto de la transacción que una parte hace a la otra. Agregan que, luego del cierre de la transacción, las declaraciones y garantías serán la base para los reclamos de indemnidades por las partes, dado que usualmente se considera que hay incumplimiento del contrato si las mismas resultan no ser ciertas, incompletas o imprecisas.

Continúan su muy interesante artículo, señalando que la existencia de ciertos principios inmanentes o expresos en nuestras legislaciones, como el de la buena fe contractual, por ejemplo, pueden terminar potenciando los efectos de las declaraciones y garantías de una manera no prevista por las partes, gatillando obligaciones de indemnidad no consideradas o incluso enfrentándonos con situaciones de nulidad del contrato no queridas por las partes. En ese sentido, analizan la relación entre las declaraciones y garantías, y ciertas instituciones propias del Derecho civil como las obligaciones de saneamiento por evicción, la causa del contrato, el error, los vicios ocultos, concluyendo que siempre es preciso regular los efectos de las referidas declaraciones y

garantías, de manera expresa y precisa, para evitar consecuencias no queridas por las partes.

Desde Argentina, María Luisa Cánovas y Nicholas E. Rodríguez nos regalan un estupendo artículo en el que analizan los alcances y las disposiciones principales de la Ley Anticorrupción en Estados Unidos (FCPA); y cómo este influye en operaciones de fusión o adquisición, tema que adquiere relevancia ante el aumento en el número de operaciones transfronterizas.

Los autores intentan determinar en qué casos los compradores pueden ser responsables de una infracción a la FCPA y cómo la auditoría previa a la adquisición, adecuados mecanismos contractuales y otras medidas concretas pueden servir para mitigar los riesgos vinculados a posibles infracciones.

Patricia López Aufranc nos plantea en su valioso artículo una serie de problemas que surgen en operaciones de *joint venture* entre empresas de diferentes jurisdicciones, principalmente cuando compañías de países regidos por el Derecho anglosajón (*common law*) se relacionan con otras de raíz ampliamente latina, además presenta posibles soluciones para enfrentar dichos problemas permitiendo que la operación sea exitosa.

López Aufranc nos hace ver cómo la negociación de la ley aplicable a los *joint ventures* es muchas veces la más compleja al cada parte tratar de imponer la suya; por lo que generalmente se posterga hasta el final, cuando en realidad debería ser lo primero que se negocie, pues es un aspecto que impacta necesariamente en el resto de los acuerdos. También nos indica que, independientemente de la ley aplicable, habrá que estar atentos a las leyes de orden público de cada país involucrado.

Nos advierte la especial atención que hay que poner en la problemática detrás de las contribuciones de cada participante al *joint venture* y la dificultad que allí se presentan, incluyendo el eventual traslado de pasivos que puedan estar arrastrando esas contribuciones.

El artículo de López Aufranc detalla las estructuras legales bajo las cuales se pueden armar los *joint ventures*, que pueden llegar hasta complejas estructuras de sociedades *holdings* y sociedades operativas en cada uno de los países donde el *joint venture* internacional registre operaciones, asimismo examina los órganos de gobierno de estos contratos de colaboración empresarial. Por último, López Aufranc nos habla de las situaciones de bloqueo que se pueden presentar durante la vida de los *joint ventures* y cómo enfrentarlas, para terminar refiriéndose a las formas en que terminan estos contratos.

En fin, termino en este punto el comentario de los artículos que conforman esta obra colectiva no porque los que me resta comentar sean menos brillantes, sino en el ánimo de no extender este prólogo más allá de lo necesario y aburrir al lector.

Solo me falta agregar, entonces, unas palabras de sincera felicitación al Dr. Carlos A. Soto Coaguila que desde hace varios años ya está apoyando en la difusión académica de los temas vinculados a las fusiones y adquisiciones, habiendo sido el principal responsable de la organización de varios seminarios sobre el tema en los que han participado los más destacados profesionales dedicados a estos temas en el Perú y profesionales del más alto nivel del extranjero y que ahora tuvo la feliz iniciativa de sacar adelante esta obra colectiva que, como ya dije, marca probablemente el primer esfuerzo en la difusión organizada de los distintos temas alrededor de la problemática de las fusiones y adquisiciones en el Perú y en la región.

Lima, enero de 2015

Dr. Jorge Ossio Gargurevich

Socio del Estudio Echecopar,

asociado a Baker & Mckenzie International

Co-jefe del Área Corporativa y de Fusiones y Adquisiciones

Primera Parte

FUSIONES & ADQUISICIONES EN EL PERÚ

Capítulo I

DESINVERSIONES POR FONDOS DE INVERSIÓN O *PRIVATE EQUITY*

Capítulo II

CONTROVERSIAS PRINCIPALES EN CONTRATOS DE COMPROVENTA
DE ACCIONES

Capítulo III

EARN OUTS: ¿UNA SOLUCIÓN PARA LA FIJACIÓN DEL PRECIO?

Capítulo IV

REFLEXIONES SOBRE EL CONTRATO DE COMPROVENTA DE EMPRE-
SAS Y LA RESPONSABILIDAD DEL VENDEDOR

Capítulo V

CONSIDERACIONES PRÁCTICAS RESPECTO AL RÉGIMEN DE INDEM-
NIZACIÓN EN EL MARCO DE UNA COMPROVENTA DE ACCIONES

Capítulo VI

LAS DECLARACIONES Y ASEVERACIONES: SU RELACIÓN CON LAS
OBLIGACIONES DE INDEMNIDAD EN LOS CONTRATOS DE COMPRO-
VENTA DE ACCIONES

Capítulo VII

EL ESCROW FINANCIERO

DESINVERSIONES POR FONDOS DE INVERSIÓN O *PRIVATE EQUITY**

Liliana Espinosa Reboa

Socia del Estudio Echecopar, asociado a
Baker & McKenzie International
(Lima, Perú)**

Oscar Trelles de Belaunde

Socio del Estudio Echecopar, asociado a
Baker & McKenzie International
(Lima, Perú)

Sumario:

1. Introducción.
2. Preparándose para la salida.
3. Mecanismos de salida.
- 3.1. Venta.
- 3.1.1. Compradores estratégicos frente a compradores financieros.
- 3.1.2. Diferencias entre ventas a estratégicos y ventas a financieros.
- 3.1.3. Formas de venta: acciones o activos.
- 3.1.4. Contratos de compraventa.
- 3.1.5. Ventajas y desventajas de una venta.
- 3.2. Oferta pública inicial (IPO).
- 3.2.1. Consideraciones de estructura
- 3.2.2. Ventajas y desventajas de un IPO.
- 3.3. Proceso de dos vías.
- 3.3.1. Problemas de un proceso de dos vías.
- 3.4. Devolución de fondos.
- 3.5. Ejecución y liquidación del negocio.
4. El caso de Exalmar.
5. Palabras finales.
6. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de las inversiones por fondos de inversión o *private equity*, como son conocidos en el mercado debido a la influencia americana, es ayudar a las compañías a alcanzar sus metas de crecimiento aportando capital, planeamiento estratégico sofisticado, buen gobierno corporativo, red de contactos e información para crear valor en la compañía y así, después de un plazo determinado, liquidar la inversión logrando un rendimiento importante¹.

* Con la colaboración de Uldarico Ossio Seminario.

** www.echecopar.com.pe

1 Los fondos de inversión o *private equity* pueden definirse de muchas formas y clasificarse según distintos criterios (véase, REBAZA, Alberto, "Las fusiones y adquisiciones de em-

Se trata de inversionistas financieros que identifican compañías privadas con alto potencial de crecimiento y adquieren o aportan capital para obtener una participación significativa en dicha compañía por un mediano plazo, con la intención de desarrollar la compañía, hacerla más eficiente y crearle valor. Pero dicha creación de valor y el rendimiento esperado solo se materializa al momento de la desinversión, también conocida como salida o *exit*, la que puede ser total o parcial.

Los fondos de *private equity* obtienen recursos de inversionistas institucionales, *family offices* o personas con excedentes de capital, llamados partícipes, quienes a través del fondo, bajo la dirección de un *general partner*, conocido en el Perú como administrador, invierten dichos recursos en compañías de alto potencial de crecimiento con una estrategia claramente establecida a fin de crear valor y, posteriormente, vender su participación en la compañía a un monto mayor.

Usualmente, los fondos son cerrados y los partícipes no pueden desinvertir del fondo antes de un plazo preestablecido. Es considerado un *patient capital* o (capital paciente); ya que, el rendimiento únicamente se obtendrá una vez que se realice la salida o *exit*. Por otro lado, esa estabilidad financiera por un plazo es vital para las inversiones que luego realizan los fondos en las compañías.

Considerando que el principal enfoque del fondo de inversión es crear valor en las compañías de su portafolio, este diseña una estrategia de creación de valor en un mediano plazo, participa en la expansión y desarrollo de dichas compañías, y también debe planear cuidadosamente la salida; ya que de ello depende, tomando en cuenta las condiciones de mercado y los acuerdos que tenga, la rentabilidad de la inversión y el éxito del fondo.

En estos casos, las expectativas de rendimiento de los partícipes es alta, considerando que su inversión ha sido cerrada por un plazo prolongado.

No cabe duda de que preparar la salida de la inversión es un momento crítico para el fondo; ya que recién, en ese momento, se conocerá la rentabilidad del mismo y los recursos que se obtengan serán distribuidos entre sus partícipes. Ese es el *track record* que tendrán los administradores del fondo y será su carta de presentación para atraer partícipes para los futuros fondos que organicen, es decir, es lo que determina su éxito y poder diferenciarse de su competencia.

Para ello, el fondo buscará al momento de planear su salida, por un lado, el mayor precio posible, lo que también implica la menor responsabilidad residual luego de ejecutada la salida; y, por el otro lado, la certeza en que se

presas: A propósito de la proliferación de los fondos de inversión". En *Themis*, Lima, N.º 54, pp. 101-111.), pero en este artículo nos referiremos a los fondos de inversión del tipo *buyout*, que son aquellos que invierten en el capital de compañías ya operativas y que suelen usar distintos niveles de deuda, además de capital, para sus inversiones (véase, TALMOR, Eli y Florin VASVARI, *International private equity*, John Wiley & Sons, Reino Unido, 2011, p. 4.

dará la transacción, pues una salida frustrada no solo implicará pérdida de recursos, sino también de reputación.

La experiencia de la mayoría de las compañías en el Perú que conocemos, que se han dado la oportunidad de tener un fondo de inversión como accionista, ha sido muy positiva; ya que han maximizado su desarrollo y expansión, han mejorado sus estándares de buen gobierno corporativo, han sofisticado su toma de decisiones y todo ello las ha llevado a crear mayor valor en la compañía.

En el Perú, recién estamos siendo testigos de las primeras salidas o *exits*, por eso es difícil predecir cuáles serán los rendimientos reales de las inversiones, pero creemos firmemente que mucho dependerá del planeamiento que se dé para dicho momento, además de las condiciones de mercado, donde esperamos que el mercado peruano siga creciendo basado en reglas claras de fomento a la inversión privada y estabilidad económica del país.

Por ello, esperamos que este artículo aporte en la preparación de futuras salidas exitosas en nuestro país.

2. PREPARÁNDOSE PARA LA SALIDA

Como hemos indicado, el planeamiento de la salida de la inversión de *private equity* es tan importante como la preparación para realizar la inversión. La efectiva rentabilidad de la inversión se medirá en la salida, lo cual dará credibilidad, confianza y buen *track record* a los administradores del fondo de inversión.

Dicho planeamiento debe realizarse con tiempo, ya que es el momento de monetizar todo el trabajo realizado en la compañía por varios años y al respecto, es relevante analizar objetivamente tanto el posicionamiento alcanzado por la compañía así como las alternativas disponibles para que la compañía o inversión sea lo más atractiva posible para los potenciales compradores.

Como sabemos, la preparación es tan o más importante que la ejecución. En este caso, para tener una salida exitosa, se debe destinar mucho tiempo y esfuerzo en planearla. Ello implica realizar un excelente plan estratégico para fortalecer la compañía, profesionalizar la dirección y manejo de la misma compañía, y adoptar decisiones y ejecutarlas eficientemente, durante el tiempo limitado de la inversión. Es necesario que se adopten todas las medidas necesarias para hacer crecer la compañía de manera acelerada, ya sea aumentando su participación de mercado, ampliando el mismo o mejorando la rentabilidad de la compañía.

Asimismo, debe tomarse el tiempo suficiente para preparar el mercado para la salida. En efecto, debe desarrollarse relaciones con los potenciales compradores en caso de elegir una venta directa o monitoreando el mercado

de capitales en caso de una salida mediante una oferta pública inicial o IPO, como explicaremos a detalle más adelante.

CAP. I

Lo importante es no dejar para último momento, cuando se vence el periodo del fondo, la estrategia de venta; ya que de ella depende exclusivamente el éxito del mismo. Cabe notar que hasta que se no se produzca la desinversión, los partícipes únicamente habrán recibido indicaciones de valor vía reportes de periódicos, preparados por analistas del administrador del fondo². Es recién con la desinversión que se tendrá certeza si la inversión ha sido o no exitosa.

Muchos administradores de fondos de inversión coinciden que ellos empiezan a pensar en la estrategia de salida con mucha anticipación y, en ocasiones, desde el mismo momento en que realizan la inversión; aunque otros indican que lo hacen con dos o tres años de anticipación.

No hay fórmulas mágicas, pero varios autores³ y administradores de fondos coinciden en que para tener una salida exitosa hay ciertos factores que deben tenerse en cuenta, siendo los principales:

- **Tiempo.** Es esencial evaluar el momento adecuado para la salida, considerando los costos y beneficios que tendrían que continuar con la inversión en el futuro, la posición de la compañía y la situación del mercado en ese momento determinado, además de otras consideraciones que detallamos a continuación.
- **Mecanismo y mercado.** Como explicaremos más adelante, resulta clave elegir el mecanismo de salida y reconocer si el mercado para dicha compañía es una venta privada o un IPO, privilegiando el mecanismo en donde se podrá maximizar el valor de la compañía y contar con compradores seriamente interesados. Sin embargo, también es importante mantener las opciones flexibles y abiertas por si se presentan mejores oportunidades.
- **Estructura eficiente.** Para maximizar el valor, es esencial que la estructura de venta sea eficiente desde el punto de vista tributario y de permisos regulatorios. Diseñar y analizar esta estructura es fun-

2 TALMOR / VASVARI, *International Private Equity*, cit., pp. 321-322.

3 Entre otros, TALMOR / VASVARI, *International private equity*, cit., pp. 324-325. EY, "Private Equity: the essential guide for fast-growth companies. The exit", 2011; EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association). *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, An EVCA Special Paper, Bruselas, November 2007, pp. 33-35. ZAINZINGER, Vanessa, "How to prepare a company for exit", en *Realbusiness*, Reino Unido, 2012.

damental para lograr un buen resultado. Una buena estructura, probablemente, pueda agregar mayor valor en esta preparación para la salida.

- **Situación de la compañía.** La salida puede ser un proceso largo, costoso, sobre todo en el caso de un IPO. En este sentido, resulta importante evaluar si la compañía, en ese momento, está en condiciones de pasar por dicho proceso, incluyendo si la compañía está lista para pasar por una revisión exhaustiva en un *due diligence* financiero, contable, tributario, laboral y legal, sin que ello implique dejar de lado parte importante del valor creado, ya sea por contingencias o por ser un momento donde no se pudieron alcanzar las proyecciones y metas propuestas.
- **Due Diligence de salida.** Otra preparación importante consiste en realizar un *due diligence* por parte del vendedor, para así anticipar riesgos y contingencias que podrían surgir y que pudieran reducir el valor de la compañía. Ver la realidad de la compañía con detalle permite no solo identificar las contingencias, sino poder actuar proactivamente para corregir y prevenir dichos riesgos con el fin de reducirlos e, inclusive, eliminarlos en ciertos casos. Adicionalmente, puede contribuir a acortar los plazos de la transacción de salida y a generar una estructura de venta más eficiente.
- **Alinear los intereses de la gerencia.** Otra preparación efectiva consiste en diseñar un plan bien estructurado de incentivos para el *management* o gerentes de la compañía. Ello resulta relevante desde la inversión en la compañía, primero, para que ejecuten el plan estratégico diseñado y así crear el valor esperado, segundo, prepararla para el momento de la salida y que colaboren con la misma.

Es necesario alinear los intereses de los gerentes, para evitar que sus intereses personales, al no estar alineados, obstaculicen al fondo a cumplir con su objetivo de tener una salida exitosa. Muchas veces se les incentiva al personal clave inclusive para que se queden en la compañía después de la salida del fondo y así se asegure la continuidad de la dirección de la compañía.

- **Construir relaciones y preparar el mercado.** Se debe dedicar tiempo en construir relaciones con potenciales inversionistas para ampliar las posibilidades de salida. Se debe preparar el mercado para contar una historia de éxito que convenza a los potenciales compradores. Hay que mostrar que la compañía tiene una dirección clara y está enfocada en seguir creciendo de manera exponencial. Por supuesto, que los interesados (i) exigirán que se les muestre números para verificar que las proyecciones pasadas fueron alcanzadas y se ha tenido un crecimiento real en los últimos años, y (ii)

deberán convencerse de que los supuestos para las proyecciones futuras sean razonables y posibles de alcanzar para ellos. Para el caso de un IPO, es importante mostrar que se tiene una estrategia y plan de negocios definido con buenas perspectivas de éxito.

Es sustancial que los potenciales compradores consideren que todavía se puede crear más valor en dicha compañía y que no la están adquiriendo en el techo de su valor el cual difícilmente podrá superarse.

- **Impacto de la salida.** Es importante analizar si la salida del fondo tendrá un efecto perjudicial en la compañía o si tiene sus planes claros y posibilidades reales de seguir expandiéndose y creciendo con otro inversionista. Asimismo, debe cuestionarse si los fundadores o accionistas originales son esenciales para manejar el negocio o pueden dejar el control en manos de terceros sin afectar la compañía; ya que, en algunos casos, el fondo ejerce su derecho de *drag along*, obligando a todos los accionistas a vender.

La salida es muy importante para el fondo de inversión; pero hay que ponerlo en contexto en la vida de la compañía y si bien es un evento importante en su crecimiento, la compañía debe continuar su desarrollo para el bien de todos los interesados.

Por último, no hay que olvidarse de incluir derechos claros para la salida desde que se realiza la inversión (por ejemplo, dependiendo de si se adquiere o no control de la compañía, derechos a registrar las acciones en un mecanismo centralizado de negociación, IPO, *due diligence*, información, *drag along*, entre otros), así como normas de cooperación de los otros accionistas y de la gerencia para lograr una salida exitosa. Esto considerando que toda inversión de *private equity* es temporal.

3. MECANISMOS DE SALIDA

3.1. Venta

El primer mecanismo de salida de un fondo de *private equity*, respecto a una inversión en una compañía, es la venta directa. Existen distintas posibilidades y combinaciones; pero, en general, esta venta puede estructurarse como la venta de las acciones emitidas por la compañía a un adquirente o la venta de todos los activos de la compañía y su posterior liquidación. A su vez, el adquirente puede ser un comprador estratégico o un comprador financiero, lo que implica distintas consideraciones.

3.1.1. Compradores estratégicos frente a compradores financieros

Suele clasificarse a los compradores como estratégicos o financieros de acuerdo con sus intereses y la finalidad que persiguen con la compra. Un comprador estratégico es un comprador que tiene un interés en la adquisición que va más allá de obtener retornos financieros de la compañía adquirida, considerada individualmente. Esto podría plasmarse en sinergias dadas por la integración horizontal (si el comprador es un competidor en la misma industria) o vertical (si el comprador participa en la industria aguas arriba o aguas abajo). Por ejemplo, en el caso de una venta de una compañía industrial que fabrica muebles, un comprador que participa en el mercado aguas arriba sería la compañía que provee la madera; mientras que un comprador aguas abajo sería una cadena de tiendas que vende muebles. También podría deberse al interés de ingresar a un nuevo mercado o un interés defensivo en evitar que un competidor entre a un mercado en el cual ya se tiene una posición relevante.

Por su parte, se define a un comprador financiero cuando su principal interés en la adquisición es obtener un retorno de la inversión en un horizonte de tiempo definido, lo que se logra usualmente mediante dividendos o la posterior venta de la compañía, una vez que se ha logrado generar mayor valor en la misma. Los compradores financieros tienen distintas estrategias para obtener valor de una compañía; pero estas estrategias usualmente suponen generar eficiencias gerenciales y operativas en las compañías, así como realizar la compra con cierto nivel de apalancamiento, con el objetivo final de vender la compañía luego de unos años y obtener un retorno de la inversión. Así, antes de cualquier adquisición, los compradores financieros preparan modelos financieros que valorizan la compañía, incluyendo en el modelo las eficiencias y el crecimiento que esperan lograr en un horizonte definido; y sobre la base del mismo ofrecen un precio de compra justificable que luego de unos años, una vez se implementen las eficiencias, se obtenga un retorno igual o superior al objetivo. Usualmente, los compradores estratégicos buscan tasas internas de retorno⁴ superiores al 20%; aunque ello depende de factores tales como el país, madurez de la industria, riesgo y nivel de tasas de otros activos en el mercado.

Así, suele decirse que un comprador estratégico adquiere la compañía pensando en el largo plazo; mientras que un comprador financiero tiene un objetivo de mediano plazo, buscando realizar una ganancia de capital dentro de dicho horizonte.

Dado que los compradores financieros tienen por objetivo obtener un retorno financiero en un horizonte de tiempo limitado, por lo general tienen

⁴ La tasa interna de retorno mide la rentabilidad de una inversión y, matemáticamente, es “la tasa a la cual el VPN [Valor Presente Neto] se hace igual a cero”, respecto a los flujos de una inversión (BACA, Guillermo. *Ingeniería económica*, 4.^a ed., Fondo Educativo Panamericano, Bogotá, 1996, p. 215)..

mayores limitaciones en cuanto el monto que están dispuestos a pagar; ya que dicho monto debe permitir, luego de las mejoras realizadas a la compañía, en unos años, venderla a un precio tal que se obtenga un retorno interesante. Asimismo, para mejorar los retornos de la inversión, los compradores financieros suelen buscar qué parte del precio de compra sea financiado, de forma tal que se requiera menos recursos del fondo y, por tanto, mejore la rentabilidad de la inversión.

Por su parte, los compradores estratégicos tienen muchas veces intereses estratégicos que llevan a que estén dispuestos a pagar un precio mayor al que un modelo financiero “estéril” podría justificar, como lo sería el evitar que un competidor extranjero entre al mercado local o que un competidor en la industria siga creciendo. Ejemplo de esto último sería la guerra de adquisiciones entre Rímac Seguros, Pacífico Seguros y Auna por hacerse de las clínicas independientes que existía en el mercado de salud, a fin de hacer crecer su red asistencial y evitar que sus competidores las adquieran.

3.1.2. Diferencias entre ventas a estratégicos y ventas a financieros

Como se ha dicho, usualmente los compradores estratégicos podrán ofrecer un mayor precio por la compañía debido a que tendrán factores estratégicos que harán que le otorguen una mayor valoración a la compañía, tales como las sinergias que se podrían generar y que no están disponibles para los compradores financieros⁵. Dado que los compradores estratégicos conocen mejor el negocio, suelen estar dispuestos a asumir mayores riesgos y exigir menores garantías a nivel contractual. Adicionalmente, no les resulta tan importante que la gerencia actual de la compañía permanezca por un tiempo largo luego de la adquisición.

Lo anterior hace que el tipo de comprador preferido para una venta de una compañía por un fondo de *private equity* sea un comprador estratégico. Sin embargo, la falta de compradores estratégicos interesados, o circunstancias coyunturales especiales tales como la abundancia de liquidez que da origen a fondos de inversión con dinero barato para invertir⁶, podrían hacer que en determinados casos sea atractivo realizar la venta a un comprador financiero.

Cabe notar que, para que un comprador financiero decida comprar la posición de otro comprador financiero, deberá fundamentar claramente su estrategia, ya sea porque el precio del activo es atractivo debido a la necesidad

5 Ejemplos de sinergias son por incremento de ingresos, reducción de costos, disposición de activos redundantes, eficiencias tributarias y mejoras financieras (BRUNER, Robert, *Applied Mergers & Acquisitions*, John Wiley & Sons, Reino Unido, March 2004, pp. 327-329).

6 Por ejemplo, por tener dinero “cautivo” de las Administradoras Privadas de Pensiones (AFP) que no tienen otras opciones de inversión.

del fondo original a salir de su posición por alguna circunstancia especial (por ejemplo, porque ha llegado a la fase de desinversión del fondo y no planeó adecuadamente la salida), porque los fondos tienen estrategias que se enfocan en distintas fases del crecimiento de la compañía o son de distinto tipo (por ejemplo, un *family office*), o ya sea porque existe una ventana de mercado para explotar, como podría ser una fase de acceso a financiamiento barato⁷.

En relación a lo anterior, el comprador financiero buscará que la gerencia de la compañía se mantenga por cierto tiempo luego de la compra y que el vendedor le otorgue un mayor nivel de cobertura contractual, a fin de tener respaldo respecto a los supuestos de su modelo financiero. Esto lleva a que, si bien para el fondo de inversión que vende una compañía podría no ser tan atractivo que el comprador sea otro jugador financiero; para la gerencia de la compañía usualmente sí será el postor preferido, ya que probablemente implicará que puedan mantenerse en el manejo de la compañía.

No obstante lo anterior, debe tenerse en cuenta los riesgos existentes dependiendo del tipo de comprador. En relación con los compradores estratégicos, el principal riesgo en el proceso de venta es la pérdida de información sensible antes de que cierre la venta, la que luego podría ser utilizada para competir con la compañía. Si bien es posible establecer protecciones contractuales para tratar de reducir este riesgo; lo cierto es que una vez que la información es conocida, no hay forma de eliminar ese conocimiento, y probar el uso de la información puede ser difícil y costoso. Asimismo, dependiendo de la industria y el país, debe analizarse si la venta a un competidor podría originar problemas para que la transacción se apruebe, en aquellos casos donde existe control de fusiones y adquisiciones⁸.

En cuanto a los compradores financieros, uno de los mayores riesgos es que no logre cerrarse la transacción por problemas con el financiamiento. Esto por cuanto los compradores financieros suelen realizar las compras con un importante componente de deuda, la que suele negociarse en paralelo con la negociación de la compraventa. En algunos casos, ocurre que se llega a un acuerdo en la compraventa, pero luego el comprador no logra un cierre de su financiamiento. Para tratar de reducir este riesgo, el vendedor puede solicitar que el comprador financiero presente compromisos vinculantes de sus bancos o se comprometa a cerrar la transacción sin condicionar su obligación a recibir el financiamiento. Sin embargo, lo cierto es que, incluso con compromisos vinculantes, los bancos suelen incluir condiciones de salida por cambios

7 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 334.

8 En el Perú, existe control de fusiones y adquisiciones en las actividades de transmisión, generación y distribución de energía eléctrica, ya sea que se trate de integraciones verticales u horizontales. Asimismo, en otras industrias reguladas, podría haber limitaciones relevantes, como por ejemplo en el sector de radio y televisión, en el cual existen limitaciones para que un mismo grupo pueda tener más de cierto porcentaje del número de frecuencias disponibles.

en el mercado y un compromiso en firme de compra no tiene mucho valor si el comprador no tiene el dinero.

3.1.3. Formas de venta: acciones o activos

La venta de acciones de una compañía implica que el adquirente asumirá todo lo que comprende a la compañía; no solo los activos y pasivos de la misma, sino también todas sus 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.

Para facilitar el entendimiento de ambas opciones, a continuación, incluimos una tabla que resume las principales características, así como las ventajas y desventajas, entre una compraventa de acciones y una compraventa de activos:

CONCEPTO	COMPROVVENTA DE ACCIONES	COMPROVVENTA DE ACTIVOS
Precio	Lo recibe directamente el fondo como accionista y lo puede repartir a sus partícipes.	Lo recibe la compañía, por lo que se requerirá el reparto de dividendos o una reducción de capital para repartirlo al fondo.
Bienes (muebles e inmuebles)	Se mantienen dentro de la compañía. No se requiere aprobación alguna.	La transferencia no requiere de aprobación, salvo que existan cargas o gravámenes que la establezcan.
Contratos, derechos, cuentas por cobrar y relaciones jurídicas	Salvo pacto expreso, no se requiere aprobación, ya que siguen encontrándose dentro de la compañía.	El traspaso de contratos y obligaciones requiere de la aceptación de la contraparte contractual y del acreedor, respectivamente. La cesión de derechos no requiere aceptación. El traspaso de otras relaciones jurídicas podría o no requerir aceptación, dependiendo del tipo.
Riesgo	El riesgo es más alto para el comprador. El comprador adquiere los activos; pasivos (existentes y contingentes); patrimonio; relaciones jurídicas; trabajadores; y, todo lo que comprende el negocio de la compañía.	El riesgo es más bajo para el comprador. El comprador selecciona los activos de la compañía que serán adquiridos (<i>cherry picking</i>). Los pasivos del vendedor no se asumen, salvo en ciertos supuestos (laborales, tributarios y, en algunos casos, ambientales).
Due diligence	El <i>due diligence</i> que debe realizar el comprador es más complejo (abarca todos los aspectos de la compañía y de su negocio).	El <i>due diligence</i> que debe realizar el comprador es más sencillo (abarca únicamente los activos que serán adquiridos).

CONCEPTO	COMPRAVENTA DE ACCIONES	COMPRAVENTA DE ACTIVOS
Declaraciones y garantías	Mayor alcance de las declaraciones y garantías; esto puede repercutir en ajustes de precio o en consignar parte del precio en una cuenta escrow.	Menor alcance de las declaraciones y garantías. Es menos común que se presenten ajustes del precio o se establezcan cuentas escrow.
Limitaciones a la transferencia	No se requiere la aprobación de la junta general de accionistas de la compañía para la transferencia; sin embargo, las acciones pueden estar sujetas a derechos de adquisición preferente o <i>tag along</i> .	En caso se transfiera uno o más activos cuyo valor represente más del 50% del capital social de la compañía, se requerirá la aprobación de la junta general de accionistas de la misma para la venta.
Implementación	El tiempo para perfeccionar la transferencia es menor, basta con anotar la transferencia de las acciones en la matrícula de acciones de la compañía.	El tiempo para perfeccionar la transferencia es mayor; ya que es necesario (i) transferir cada activo, incluyendo intangibles, transferencias de marcas y registros sanitarios; (ii) obtener licencias, permisos y autorizaciones; y (iii) ceder la posición en los contratos vinculados a dicho activo. Adicionalmente, cuando corresponda, deberá inscribirse la propiedad sobre los activos en el Registro Público correspondiente.
Tratamiento tributario en el Perú⁹	El impuesto a la renta del vendedor varía entre 5% y 30%, dependiendo del vendedor, y no aplica el impuesto general a las ventas (ni el impuesto de alcabala, en el caso de inmuebles).	El impuesto a la renta es de 30% ¹⁰ y aplica impuesto general a las ventas para los bienes muebles e impuesto de alcabala para los inmuebles.
Autorizaciones administrativas	Usualmente no se requiere aprobación, considerando que la compañía no cambia su personalidad jurídica.	El traspaso requiere de nuevos trámites.

3.1.4. Contratos de compraventa

Los contratos de compraventa de acciones, en mayor medida, y los de compraventa de activos, en algunos casos, suelen ser complejos e involucrar cláusulas sobre el precio, valuación y ajustes, así como acuerdos respecto a

9 No es propósito de este artículo abordar los temas tributarios aplicables a los fondos de inversión; por lo que, esta fila presenta una versión simplificada de los principales impactos. Debe notarse que cada situación particular deberá ser analizada a la luz de las normas tributarias aplicables; ya que, por ejemplo, los fondos de inversión organizados como tales en el Perú están sujetos a un régimen de “transparencia” (*pass through*) para efectos del impuesto a la renta.

10 Estamos asumiendo que el vendedor es considerado una “persona jurídica”, para efectos de la Ley del Impuesto a la Renta.

la situación de la compañía y la distribución de riesgos, es decir, de acuerdo a la situación y a las potenciales contingencias conocidas y no conocidas, vía el mecanismo de declaraciones y garantías, e indemnización. Asimismo, también suelen incluirse pactos sobre el comportamiento entre la firma y el cierre (tales como obligaciones de no hacer cambios significativos y continuar la conducción del negocio en forma ordinaria) y luego del cierre (tales como compromisos de no competencia de parte del vendedor).

- **Precio, valuación y ajustes.** El primer paso en una compraventa de una compañía es determinar el valor de la misma, o *enterprise value*, a fin de poder determinar el precio. Aquel es el valor que se le asigna a la compañía el cual la mayor parte de las veces está comprendido por el valor, de los negocios de la misma más el valor de los activos no productivos¹¹. Existen distintas formas de asignar valor a una compañía; pero la más aceptada es la de descuento de flujos de caja libres¹² que implica el determinar los flujos de caja libres en un periodo relevante (usualmente entre 5 y 10 años), estimar el valor terminal, traer dichos montos a valor presente y sumarles el valor de los activos no productivos que se estima podrían ser vendidos (por ejemplo, terrenos que no serán usados en el negocio). A este monto debe agregársele, en el caso de compradores estratégicos, el valor de las sinergias que se generan por la compra, como podría ser el ahorro de costos (por ejemplo, por mayor poder de negociación frente a proveedores o por el cierre de algunos centros de producción redundantes) o un mayor margen operativo (por ejemplo, por mayor poder de mercado que permite incrementar los precios)¹³.

Para determinar el valor patrimonial, que es el valor atribuible a los accionistas, debe restarse al valor compañía aquella parte del mismo que es atribuible a los acreedores financieros. Esto implica restarle al valor compañía el valor de la deuda financiera neta de caja de la compañía. El resultado es el monto atribuible a los accionistas, que es el precio que será pagado por el comprador.

-
- 11 Cabe notar que existen otras variables que pueden darle valor a una compañía aun cuando sus flujos de caja libre proyectados sean negativos, como la existencia de alguna marca relevante o de alguna licencia, o el hecho de que tenga una base de clientes importante, aun cuando ya no genere flujos de caja por los mismos.
 - 12 Si bien la valuación por flujos de caja descontados es la que tiene mayor sustento teórico, los fondos de inversión suelen darle igual o similar importancia a la valuación por múltiplos. Como indican Talmor y Vasvari (TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., pp. 210, 213-216), esta es la metodología más común de valuación sobre la base de comparables e implica aplicar un múltiplo de alguna métrica de valor, como podría ser el EBITDA. Lo difícil en este método es establecer un múltiplo adecuado y razonable, teniendo en cuenta, entre otros, el mercado de la compañía, las perspectivas de crecimiento, el riesgo de la inversión y las compañías que son comparables, entre otros factores.
 - 13 Para una explicación detallada de los distintos métodos de valuación sugerimos consultar a Bruner. (*Applied Mergers & Acquisitions*, cit., capítulos 9 a 15) o Talmor y Vasvari (*International Private Equity*, cit., capítulo 10).

Como es evidente, el fondo de inversión vendedor intentará presentar proyecciones de crecimiento más favorables, con el objetivo de que los postores otorguen un mayor valor a la compañía y estén dispuestos a pagar un precio más alto. Por otro lado, sin importar cuál es la valuación interna que el postor le dé a la compañía, intentará siempre pagar lo menos posible. La habilidad del fondo de inversión vendedor, o el banco de inversión que haya contratado, consiste en lograr un proceso de venta competitivo que lleve a los postores a ofertar un precio muy cercano a su precio de reserva^{14, 15}.

Por último, cabe notar que usualmente hay diferencias temporales entre la fecha que se realiza la valorización, la fecha que se firma el contrato, y la fecha que se da el traspaso de la propiedad y la asunción del control de la compañía por parte del comprador. Esto implica que, en la mayoría de contratos, se establecen mecanismos de ajuste de precio para reflejar los cambios de valor en la compañía al cierre, respecto a la fecha que se acuerde (la fecha de firma, la fecha de los últimos estados financieros o alguna otra fecha). Estos ajustes podrían deberse por variaciones en la deuda neta, en el capital de trabajo, en los activos netos, o en alguna otra variable contable o financiera.

Cabe notar que existen algunos contratos, llamados *locked box* o de precio fijo, en los cuales el riesgo de cambios de valor en la compañía los asume el comprador desde el momento de la firma del contrato, sin importar cuándo ocurra el traslado de la propiedad. En estos contratos, se establece algunos mecanismos para evitar fugas de valor, especialmente vía repartos de dividendo o similares. Sin embargo, salvo en supuestos específicos de fuga de valor, el precio se mantiene inamovible.

- **Declaraciones y garantías, e indemnización.** Es usual en las compraventas de compañías que se pacte mecanismos contractuales de asignación de riesgos, mediante los cuales las partes pactan la situación en la cual se encuentra la compañía vendida y distribuyen la responsabilidad en caso dicha situación sea distinta a la real; en ambos casos a la fecha convenida.

14 El precio de reserva es el mayor nivel de concesión que una parte está dispuesta a hacer, es decir, el máximo precio que está dispuesto a pagar el comprador o el mínimo precio que está dispuesto a aceptar el vendedor. El precio de reserva difiere del precio solicitado u ofrecido, que suele ser mejor para quien lo solicita u ofrece que el precio de reserva (podría ser igual, pero nunca menos favorable). Al respecto, véase: BRUNER, *Applied Mergers & Acquisitions*, cit pp. 774 y 780.

15 SUBRAMANIAN, Guhan. *Negotiauctions*, W. W. Norton & Company, Nueva York, 2010, p. 126. Sugiere el uso de un proceso mixto entre una subasta y una negociación directa, que llama *neogitauction*, a fin de generar presión competitiva entre los distintos postores en las ofertas que presenten, así como presión en la negociación directa de los términos del acuerdo.

Mediante las declaraciones y garantías, el vendedor establece en el contrato frente al comprador cuál es la situación de la compañía y qué contingencias –si hay alguna– existen a determinada fecha. Dicha fecha suele ser la fecha de firma y, en muchos casos, también la fecha de cierre. Es usual que las declaraciones establezcan excepciones (por ejemplo respecto a contingencias conocidas) y limitaciones a las declaraciones (por ejemplo indicando que solo se declara respecto a aquello conocido por el vendedor).

Luego, el contrato establece, en una cláusula de indemnización, las consecuencias en caso algunas de las declaraciones y garantías resulte no ser correcta. Generalmente la solución es que el vendedor pague un monto al comprador vía indemnización, aunque también se podría pactar que la indemnización vaya a la compañía.

En el caso de fondos de inversión, resulta importante limitar al máximo la responsabilidad y otorgar certeza sobre los alcances de la misma; ya que un fondo de inversión buscará distribuir la mayor porción posible del precio a sus inversionistas y, por tanto, buscará limitar las posibilidades de que se produzca una situación donde deba indemnizar posteriormente al comprador.

Mecanismos de limitación usuales son el establecer montos globales máximos de indemnización (conocidos como *caps*), montos individuales respecto a ciertos tipos de declaraciones, deducibles y montos mínimos que se debe alcanzar para que proceda la indemnización (conocidos como *non-tipping* y *tipping baskets*, respectivamente), y plazos contractuales máximos para plantear los reclamos. En cuanto a los plazos contractuales máximos, los fondos de inversión buscarán establecer plazos cortos que permitan tener un horizonte claro de cuándo terminará su responsabilidad y, por tanto, poder proceder a distribuir los montos retenidos a sus inversionistas.

Finalmente, suele regularse, con mucho detalle, el trámite para que proceda la solicitud de indemnización.

- **Obligaciones adicionales.** Es común también pactar, en las compraventas de compañías, obligaciones adicionales para las partes. Así, por ejemplo, el comprador casi siempre exigirá un pacto de no competencia que limite, por un periodo de tiempo determinado, generalmente entre 12 meses y 5 años, a que el vendedor vuelva a participar, directa o indirectamente, en el negocio que desarrolla la compañía que ha vendido. De esta manera, el comprador pretende evitar que, una vez producida la salida del vendedor, este pueda poner en marcha un negocio similar y aplique el *know how* que ha adquirido del negocio de la compañía, con los fondos recibidos del comprador.

En los casos de fondos de inversión, la negociación de los pactos de no competencia es sensible; ya que, el fondo buscará minimizar cualquier limitación a hacer inversiones futuras en el sector, si le sigue pareciendo atractivo. Dichas limitaciones deberían ser en cuanto al plazo, tipo de actividades y alcance geográfico. Para ello, podría intentar justificar que no tiene un conocimiento operativo del negocio, dado que es la gerencia, que debería mantenerse en la compañía, la que tiene el conocimiento.

Lo anterior suele decantar en que las limitaciones a la no competencia sean menores cuando el vendedor es un fondo de inversión, frente a otras situaciones. Sin embargo, debido a que es difícil sostener que el fondo no ha adquirido un conocimiento especial del sector, son raros los casos donde se elimina esta obligación.

Pactos adicionales vinculados a la no competencia, conocidos como *non solicitation* y *non interference* en inglés, son la obligación del vendedor de no contratar a los trabajadores de la compañía que ha vendido ni entablar relaciones con los clientes o proveedores de esta, así como el no interferir de forma negativa con las relaciones que la compañía mantiene con sus distintas contrapartes en el mercado.

- **Consideraciones adicionales respecto a las variaciones al precio.** Los fondos de inversión suelen tener un marcado interés por evitar pagos diferidos (por ejemplo, *earnouts*), ajustes de precio y compromisos de indemnización por períodos largos. Los pagos diferidos suponen recibir parte del precio en el futuro, en la medida que se cumplan ciertas variables acordadas (por ejemplo, un porcentaje de crecimiento en el EBITDA). El problema que esto plantea para el fondo de inversión es que su rentabilidad¹⁶ se mide entre la fecha de entrega de los fondos por el inversionista y la fecha de devolución de los mismos; por ello cuanto más demore la devolución de los fondos, menor será la rentabilidad.

En cuanto a los ajustes de precio y obligaciones de indemnización, el óbice para los gestores de fondos de inversión es que una vez entregados los montos, producto de la venta a los inversionistas, es difícil solicitar la devolución de los mismos; ya que ello afectaría la relación entre el gestor del fondo y sus inversionistas, generando el riesgo crediticio de que el inversionista no tenga liquidez para devolver los fondos. Ello lleva a que, muchas veces, los fondos de inversión deban provisionar un monto para posibles reclamos del comprador y,

¹⁶ Usualmente vía la tasa interna de retorno que mide la rentabilidad considerando la fecha o fechas en las que se hizo la inversión y las fecha o fechas en las que fue devuelta. A mayor extensión de tiempo entre la fecha de la inversión y la devolución de los flujos de la misma, menor será la tasa interna de retorno.

por tanto, no puedan devolver el íntegro de los fondos provenientes de la venta de un activo a sus inversionistas¹⁷.

Una primera solución para evitar esta situación es intentar una venta bajo condiciones de “como está y donde está”, o con derechos de indemnización muy limitados o bajo el formato *locked-box* antes mencionado. Sin embargo, y como es evidente, esto dependerá de qué tanto apetito competitivo haya generado la venta del activo y las ofertas que se hayan recibido. Asimismo, dado que el nivel de protecciones también tiene un valor intrínseco; en muchos casos, se produce una relación inversa entre el precio ofertado y las protecciones contractuales, de forma tal que el exigir contratos muy favorables al vendedor (por ejemplo, “como está y dónde está”) implica que los compradores estén dispuestos a pagar un monto menor que bajo otros mecanismos contractuales.

Una segunda solución es el dejar parte del precio en una cuenta en garantía o *escrow* y limitar el derecho de indemnización al monto de la misma. Esta alternativa tiene el problema de que, incluso si no hay contingencias y el monto de la cuenta *escrow* se libera al vendedor luego del plazo acordado, la rentabilidad del fondo se habrá visto afectada por el transcurso del tiempo en que dichos dineros no se distribuyeron a sus inversionistas.

Una tercera solución es que, en algunos casos, el fondo de inversión logra que un tercero interesado en la transacción realice las declaraciones y garantías, y asuma la obligación de indemnización. Este tercero interesado podría ser el accionista mayoritario, el que puede estar interesado por razones estratégicas en que el paquete accionario del fondo sea adquirido por el nuevo inversionista o, en algunos supuestos, podría ser la gerencia, a cambio de recibir una participación en el capital de la compañía.

Otras soluciones que se ven más desarrolladas en jurisdicciones, son los llamados seguros de declaraciones y garantías¹⁸. Mediante

-
- 17 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., pp. 328-329.
- 18 Por ejemplo, [Ver en línea <bit.ly/1pEKc1s> visitada por última vez el 12 de febrero de 2014]; La aseguradora AIG ofrece un seguro de declaraciones y garantías, indicando que es “*a tailored insurance product from AIG Europe Limited's Mergers & Acquisitions Insurance team to cover breaches in representations and warranties given in the sale of a business. Sellers can cover themselves to prevent sale proceeds being tied up in escrow accounts. Buyers can ensure the warranties have real value even if the seller is unable to pay a warranty claim which arises some time in the future*”. (Traducción libre: “un producto de seguros del equipo de Seguros de Fusiones & Adquisiciones de AIG Europe Limited diseñado a la medida para cubrir incumplimientos en las declaraciones y garantías otorgadas en la venta de un negocio. Los vendedores se pueden cubrir a fin de evitar que los flujos de la venta se queden atrapados en cuentas *escrow*. Los compradores se pueden

estos seguros, una entidad (la aseguradora) asume el riesgo y la obligación de reembolsar al vendedor la indemnización que haya pagado o indemnizar al comprador en caso se materialice determinado tipo de contingencias, a cambio del pago de una prima. Hasta donde tenemos conocimiento, este producto aún no ha sido usado en el Perú.

3.1.5. Ventajas y desventajas de una venta

Entre las ventajas de una venta, en comparación con otros mecanismos y especialmente frente al IPO, se lista¹⁹ la posibilidad de cerrar la transacción rápido, salir íntegramente de la posición, los menores costos de salida y simplicidad en el proceso de venta, la mayor confidencialidad, el mayor control sobre el proceso y la posibilidad de mantener la compañía fuera del escrutinio del mercado de capitales.

Por su parte, entre las desventajas se lista²⁰, especialmente frente al IPO, la responsabilidad residual del vendedor por las declaraciones y garantías, los problemas de confidencialidad cuando hay competidores que son postores, la oposición de la gerencia y fuga de talentos, asimismo dependiendo de la industria, las complicaciones debido al control de fusiones y adquisiciones.

3.2. Oferta pública inicial (IPO)

En países con mercados de capitales desarrollados, una alternativa muy usada para la salida de los fondos de inversión de sus inversiones es a través de las ofertas públicas iniciales de acciones, también conocidas como IPO por sus siglas en inglés (*initial public offering*). Esto supone listar las acciones de la compañía en un mercado centralizado de negociación y realizar una oferta primaria o, alternativa o conjuntamente, secundaria a fin de permitir la venta por el fondo de inversión.

En la literatura financiera, se suele indicar que las salidas vía IPO son las que obtienen mayores valorizaciones de parte del mercado, por lo que son bastante atractivas²¹. Sin embargo, implican una fuerte exposición mediática y altos costos transaccionales, lo que en algunos casos puede complicar el proceso de salida.

asegurar de que las declaraciones y garantías tengan real valor, incluso si el vendedor no puede pagar el reclamo que pueda surgir en el futuro").

19 Entre otros, ver TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., pp. 329-330.

20 Entre otros, ver TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 330.

21 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 330.

3.2.1. Consideraciones de estructura

Un primer punto a tener en cuenta es que no toda compañía puede realizar un IPO exitoso; ya que para el mismo se requiere, entre otros factores, (i) una oferta de un tamaño que justifique los costos de transacción y que asegure que el mercado secundario tendrá liquidez; (ii) una historia de éxito comprobada y perspectivas de crecimiento apropiada, a fin de obtener una valorización adecuada; (iii) lograr una valorización alta de la compañía, a fin de que la oferta, en relación al tamaño de la compañía, no sea excesivamente grande; y, (iv) una estructura contable, de control interno y de gobierno corporativo, que permita cumplir con los requerimientos del mercado de valores, lo que exige un fuerte trabajo previo²².

Al momento de estructurar la oferta, se debe tener en cuenta²³:

- **¿Quién será el banco o bancos que maneje(n) la oferta?** Esta es probablemente una de las decisiones más importantes; ya que los bancos de inversión especializados en IPO varían en prestigio, fortaleza financiera y habilidad para lograr una oferta exitosa, así como en especialización respecto a ciertos sectores²⁴. El banco de inversión será el que ayude al fondo de inversión a responder las siguientes preguntas, aconsejando la mejor forma de actuar según los objetivos perseguidos y la situación del mercado.
- **¿Cuál será el uso de los fondos?** Se tratará de una venta de las acciones del fondo de inversión a los nuevos inversionistas, lo que constituirá una oferta secundaria, una emisión de nuevas acciones para invertir los fondos en nuevos proyectos, pagar deuda u otros fines; lo que constituirá una oferta primaria o una combinación de ambas alternativas. Cabe notar que lo que se vende al mercado en un IPO es el potencial de crecimiento de la compañía y la necesidad de recaudar fondos para lograr ese crecimiento. Debido a ello, el mercado no suele ver bien un IPO que implique una salida total del accionista original. Dicha salida, por un lado, significa que la compañía no recibirá los fondos, lo que crea dudas sobre la historia de crecimiento y la necesidad de capital para el mismo; y, por el otro, cuestiona si la valorización de la compañía es sostenible o simplemente se trata de una desinversión (o *cash out*) del fondo aprovechando una coyuntura alcista del mercado. Adicionalmente, genera la pregunta sobre si la compañía podrá continuar en una senda de éxito una vez que haya salido el accionista controlador. Finalmente,

22 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 331.

23 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 331. JENNINGS, Richard W. / MARSH JR., Harold / COFEE JR., John C. / SELIGMAN, Joel. *Securities regulation*, Foundation Press, Nueva York, 1998, pp. 189-192.

24 JENNINGS *et al.* *Securities regulation*, cit., pp. 189-190.

podría ser que la demanda existente no permita una salida total. Por esta razón, los IPO suelen hacerse con salidas parciales del fondo de inversión y posteriores ofertas subsecuentes para continuar reduciendo la posición.

- **¿Cuándo es el mejor momento de lanzarla?** Este factor dependerá de la etapa en la que se encuentre la compañía, el mercado y las perspectivas futuras del mismo. Esta consideración suele llevar a que se busque cumplir con todos los requerimientos legales necesarios para la oferta cuanto antes, a fin de que la compañía esté lista para lanzarla cuando las condiciones de mercado sean las adecuadas.
- **¿Cuál es la base de inversionistas ideal?** Dependiendo de la estrategia de salida, podría priorizarse una oferta privada con una base limitada de inversionistas institucionales, a fin de realizar una oferta más rápida por los menores requerimientos de información, o una oferta pública con una base amplia de inversionistas *retail*, con el objetivo de proporcionar mayor liquidez y obtener una valorización más alta; lo que podría llevar a demoras en lanzar la oferta debido a mayores requerimientos legales. Cabe notar que una oferta privada dirigida a inversionistas institucionales, por los menores costos de transacción que implica, permite que la misma sea por montos menores. Sin embargo, también debe considerarse los requerimientos de los inversionistas institucionales para invertir en acciones²⁵.
- **¿A qué mercado se dirigirá la oferta?** La oferta podría limitarse al mercado peruano o buscar también inversionistas de otros mercados, tales como el latinoamericano, el estadounidense, el europeo o el asiático. En dichos casos, debe determinarse si la oferta en dichas jurisdicciones será una oferta privada o una oferta pública, con los costos y requerimientos legales que esto último podría implicar²⁶.

25 Por ejemplo, en el Perú las AFP requieren, para poder invertir directamente en acciones de un emisor, que se verifique que estos valores y sus respectivos emisores cumplan con condiciones que aseguren niveles apropiados de bursatilidad, liquidez y adecuada formación de precios, entre ellas que: (a) la capitalización de mercado de las acciones en circulación disponibles para la negociación tenga un valor mínimo equivalente a US\$100 millones, considerando el promedio diario de los últimos 12 meses; y (b) el emisor cuente con información financiera auditada de al menos un 1 ejercicio. A su vez, a efectos de que las AFP puedan invertir en acciones que se listan, por primera vez, será necesario que verifiquen las siguientes condiciones: (i) que el valor de la colocación de las acciones no sea inferior a los US\$100 millones; (ii) que la asignación al conjunto de los fondos de las AFP no sea mayor al 80% del monto colocado; y, (iii) que la colocación de las acciones cumpla con los criterios establecidos por autoridad correspondiente (i.e. igualdad de oportunidades para todas las AFP, disponibilidad y difusión de la información respectiva y transparencia en la colocación, entre otros).

26 Cabe mencionar, por su relativa frecuencia en el Perú, que las ofertas dirigidas a inversionistas institucionales en el mercado americano suelen realizarse al amparo de la *Rule 144A*, que permite que una oferta no sea pública en la medida que se dirija únicamente

- **¿Cuál será el tamaño y el precio de la oferta?** A fin de que un IPO sea interesante para los inversionistas, los bancos de inversión estructuradores intentan crear una demanda mayor que el número de acciones ofrecidas, lo que permitirá que luego de realizada la oferta, el precio de la acción se sostenga o incremente, dada la demanda insatisfecha por los títulos²⁷. Para lograr esto, se busca, por un lado, incentivar el interés estableciendo un precio por debajo del valor fundamental, a fin de dar espacio a la apreciación, así como establecer mecanismos que den tranquilidad a los inversionistas de que el precio de la acción no bajará inmediatamente luego de la oferta, tales como las estructuras de estabilización²⁸. Por otro lado, se procura limitar la oferta, lo que se logra reduciendo el monto de la emisión primaria u oferta secundaria y estableciendo pactos de no transferencia, conocidos como *lock-up agreements*, con el emisor y los accionistas mayoritarios de la compañía que, en este caso, sería el fondo de inversión.

Algunas consideraciones legales:

- **Pasos para el IPO.** Para entender algunos de los puntos que se trata a continuación, es conveniente explicar el proceso de un IPO. El primer paso implica contratar un banco de inversión y firmas de abogados –tanto de la propia compañía como del banco de inversión–, los que prepararán el prospecto informativo y realizarán un *due diligence* de la compañía, con la finalidad de asegurarse de que se cumple con el estándar de divulgación de información requerido²⁹.

a inversionistas institucionales calificados. o a QIBS (*qualified institutional investors*). Asimismo, estas ofertas suelen ampararse en la *Regulation S*, la que permite que una oferta fuera de los Estados Unidos, dirigida a no residentes de dicho país esté exceptuada de registrarse con el regulador respectivo en los Estados Unidos.

- 27 Como indican Jennings *et al.* (*Securities regulation*, cit., p. 190), “*if the initial offering price is set too high, the issue may have a poor reception and a weak after-market for some time to follow*”. (Traducción libre: “Si se establece un precio inicial de la oferta muy alto, la emisión podría tener una pobre recepción y un mercado posterior débil por cierto tiempo”).
- 28 El llamado *green shoe* u *over allotment option*. En el Perú, estos mecanismos tienen problemas, debido a la legislación societaria y de mercado de valores, así como la falta de claridad en el tratamiento tributario.
- 29 Debe notarse, adicionalmente, que ello permitirá a los asesores a tener una defensa de diligencia ante cualquier demanda. Como explica Ratner (RATNER, David L., *Securities regulation in a nutshell*, West Group Publishing, Minnesota, 1998, p. 83). Para la regulación del mercado de valores de los Estados Unidos de América, “*except as to the issuer, which has absolute liability for any material misstatements or omissions*, §11(b) provides an affirmative defense for any other defendant who can demonstrate that he met a prescribed standard of diligence with respect to the information contained in the registration statement”. (Traducción libre: “excepto por el emisor, el que tiene responsabilidad absoluta por cualquier inexactitud u omisión sustancial, la sección 11(b) establece una defensa afirmativa para cualquier otro demandado, el que puede demostrar que cumplió con cierto estándar de diligencia en relación con la información contenida en el prospecto informativo”). En el Perú,

Adicionalmente debe contratarse a contadores, para que preparen los estados financieros auditados que irán en el prospecto. Una vez que el prospecto esté listo y haya sido aceptado por el regulador, se realizará una presentación pública –si es una oferta pública– o se enviará a ciertos inversionistas –si es privada–, estableciendo un rango de precio para la acción. Luego se inicia el llamado *roadshow*, en el cual se presentará la transacción a grupos de inversionistas para que participen en la oferta. A continuación, vendrá el momento clave en la oferta, a saber, la fecha de colocación, en el cual el banco de inversión recibirá órdenes por las acciones a distintos precios y establecerá el precio de la oferta, buscando cumplir con los objetivos de su cliente (ya sea maximizar el monto obtenido o tener una base de inversionistas heterogénea, u otro objetivo) y, en la mayor parte de los casos, que exista un potencial de apreciación en la acción. Luego de un número de días de la colocación –usualmente tres días hábiles, pero puede variar dependiendo del mecanismo centralizado donde se registre las acciones–, se dará el cierre de la oferta, en el cual los inversionistas entregarán al banco de inversión el precio por las acciones que les fueron asignadas y el banco de inversión les entregará las acciones.

- ***Underwriting versus placement.*** En el mercado americano, es estándar que los IPO cuenten con un banco de inversión que realice el *underwriting* o compra en firme de la oferta. Dicho contrato implica que, en la fecha de la colocación, el banco de inversión será el primer comprador de todas las acciones de la oferta y luego se las venderá a los inversionistas en la fecha de colocación³⁰. Esto eliminará el riesgo de liquidación para la compañía, reflejado en la posibilidad de que algún inversionista que puso una orden y al cual se le asignaron acciones, luego no cumpla con pagarlas. Sin embargo, en el Perú y otros mercados menos desarrollados, se usa contratos de colocación o *placement* con distintos niveles de compromiso del banco de inversión, pero usualmente manteniendo el riesgo crediticio en la compañía. Cabe notar que bajo ambos tipos de contratos, el banco de inversión no suele asumir el riesgo de mercado de que haya suficiente demanda para la oferta en el día de la colocación; ya que el contrato se firma usualmente con menos de 24 horas de anticipación a la colocación o simultáneamente con esta³¹.

el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 17 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios establecen un régimen similar.

30 JENNINGS *et al.*, *Securities regulation*, cit., p. 194.

31 JENNINGS *et al.*, *Securities regulation*, cit., p. 195.

- **Prospecto informativo.** La realización de una oferta, incluso por práctica del mercado si se trata de una oferta privada, requiere de la preparación de un prospecto informativo. El prospecto informativo es un documento legal cuyo propósito es describir la compañía y su negocio, las condiciones de la oferta, los posibles riesgos de la inversión y la información financiera, debiendo incluir además la información contable de la compañía la cual usualmente debería estar auditada. Dependiendo del tipo de oferta –privada o pública– y de la jurisdicción en donde se realice, el prospecto deberá cumplir con ciertos requisitos e incluir mayor o menor nivel de información. Por ejemplo, un IPO para emisores extranjeros bajo el formato F-1 en los Estados Unidos se encuentra sujeto a un estándar de divulgación sustancialmente más alto que un IPO únicamente en el Perú.
- **Estados financieros.** En relación con lo anterior, cabe notar que el nivel de información financiera de la compañía que deba incluir el prospecto dependerá de dónde se realice la oferta. Dicha información usualmente deberá estar auditada (si es por un ejercicio completo) o contar con una revisión limitada de los auditores (si es por ejercicios parciales), incluir cierto número de ejercicios pasados y ser presentada dentro de un plazo determinado³². Asimismo, dicha información financiera deberá cumplir con las reglas de contabilidad que se establezca para dicha jurisdicción por el regulador competente.
- **Regulador.** Dependiendo de la jurisdicción donde vaya a dirigirse la oferta, el mercado donde vayan a transarse las acciones, así como los inversionistas a los que vaya a ser dirigida; podría ser que deba cumplirse con ciertas regulaciones o ser sometida la oferta a la supervisión de cierta entidad.

Así, si se trata de una oferta pública inicial en los Estados Unidos, la misma deberá realizarse bajo el formato F-1 y estará sujeta a la supervisión de la *Securities Exchange Commission*, bajo un estándar de divulgación de información bastante exigente. De igual forma, para listar y transar las acciones en un mercado de valores como el New York Stock Exchange se requiere cumplir requisitos altos, incluyendo montos mínimos de precio por acción, montos mínimos

32 La regla estándar son 135 días.

de capitalización de mercado y número mínimo de accionistas, así como cumplir con una serie de reglas exigentes de buen gobierno corporativo³³.

Por otro lado, si se trata de una oferta pública en el Perú, la misma estará sujeta a la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores y a los reglamentos emitidos por la misma. Cabe notar que algunas complicaciones existentes bajo la regulación peruana actual para los IPO son las dificultades para aplicar mecanismos de nivelación de precios (*green shoe u over allotment option*). Para el listado en la Bolsa de Valores de Lima, los requisitos son fundamentalmente formales; pero no se requiere cumplir con montos mínimos de precio por acción, montos mínimos de capitalización de mercado o número mínimo de accionistas, entre otros.

- **Lock-up agreement.** Mediante este acuerdo, que se celebra entre la compañía (el fondo de inversión, cualquier otro accionista con una posición relevante) y el *underwriter* (o banco colocador, dependiendo de la estructura, la compañía, el fondo de inversión y cualquier otro accionista con una posición relevante), se obligan a no realizar ventas en el mercado secundario luego del IPO por cierto plazo. Este plazo suele ser de 180 días; aunque, en los acuerdos, se establece que bajo ciertas circunstancias, que suelen ser muy limitadas, el *underwriter* podría autorizar algunas ventas. Cabe notar que este compromiso tiene la ventaja de dar tranquilidad al mercado de que no habrá un fuerte incremento en la oferta de acciones de la compañía ni interferencias con el mecanismo de estabilización de la oferta, pero tiene la desventaja de exponer al fondo de inversión al riesgo de que el precio de la acción caiga antes de que pueda salir de su posición.
- **Responsabilidad legal.** El emisor y los accionistas ofertantes del mismo serán responsables por las inexactitudes u omisiones relevantes en la información que se incluya en el prospecto, debiendo tenerse en cuenta que dicha información suele estar calificada a aquello que es sustancial a la decisión de participar o no en la oferta. Sin embargo, esta responsabilidad suele ser menor que en la mayoría de contratos de compraventa de acciones, debido a que se requiere de una afectación relevante para que se considere que ha habido una inexactitud u omisión; no requiere del otorgamiento de garantías, como cuentas *escrow*, y es difícil de ser ejercida por los adquirentes en la oferta.

33 Una explicación detallada de los requisitos para el listado en la *New York Stock Exchange* se podía encontrar en: <https://usecurities.nyx.com/regulation/listed-companies-compliance>. (visitado por última vez el 12 de febrero de 2014).

3.2.2. Ventajas y desventajas de un IPO

La principal ventaja que suele citarse³⁴ de un IPO es que si es exitoso puede dar retornos excepcionales a los accionistas vendedores haciéndolo atractivo al fondo de inversión. Ventajas adicionales son que permiten una salida con una menor responsabilidad residual; posibilita a que la gerencia se mantenga en el manejo de la compañía evitando fugas de talento; da flexibilidad a la compañía y los accionistas para futuras ofertas primarias y secundarias; y genera publicidad para la compañía e, indirectamente, el accionista vendedor. Adicionalmente, dependiendo de la jurisdicción y de la forma en que esté constituido el fondo de inversión, el realizar un IPO podría conllevar a algunas ventajas tributarias.

En cuanto a las desventajas, se tiene el riesgo de mercado, considerando que los mercados no siempre están disponibles, con lo cual no hay seguridad en la salida; el riesgo reputacional si el IPO no es exitoso; la necesidad de mantener una participación relevante en la compañía; los acuerdos de *lock-up*, que exponen al riesgo de mercado durante un largo periodo al fondo de inversión; los altos costos de transacción necesarios para preparar y lanzar el IPO; la mayor responsabilidad legal para la dirección y gerencia; y el someter a la compañía al escrutinio del mercado de capitales.

3.3. Proceso de dos vías

Como se ha indicado al inicio de este artículo, los objetivos que persigue un fondo de inversión al ejecutar una salida son principalmente la certeza en que se dará la transacción y obtención del mayor precio posible con la menor responsabilidad residual. Para ello, es fundamental generar un proceso competitivo³⁵ donde existan varios postores compitiendo por el activo, permitiendo, si el proceso es bien llevado, que se logre obtener el mayor precio posible con un riesgo de cierre bajo y responsabilidad residual inexistente o limitada.

Una de las estrategias para generar mayor dinámica competitiva es realizar un proceso de dos vías o *dual-track process*, que implica llevar a cabo, en paralelo, un proceso de venta tradicional y un IPO. Ambas vías se continuarán hasta que se tenga un panorama claro de cuál de las dos permitirá obtener la mejor transacción.

3.3.1. Problemas de un proceso de dos vías

El principal problema es que un proceso de dos vías es significativamente más costoso que ir únicamente por una vía. Esto debido a que se tiene que realizar las tareas que se requiere para un IPO y para un proceso de venta tradicional, así como contratar asesores que realicen dichas tareas. Si bien se

34 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 332.

35 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 333.

puede generar algunas eficiencias por ciertas tareas que se repiten tanto en un proceso de venta como en un IPO, como podría ser el valorizar y preparar la información del negocio; hay varios puntos y requerimientos que difieren, los cuales implican un mayor trabajo significativo.

Un segundo problema es que una vez que se ha seleccionado una vía, por ejemplo ir por el IPO, retomar la otra vía, en caso no funcione la vía elegida, puede ser muy difícil. Esto debido a la pérdida de interés del mercado y la señal negativa que da el haber retomado una vía que se había abandonado.

Un tercer problema es que el ir por un proceso dual implica una carga de trabajo muy alta para el fondo de inversión vendedor y la gerencia de la compañía, lo que puede hacer que se distraigan del manejo del negocio, afectando al mismo y, por tanto, a la valorización de la compañía.

Un cuarto problema es la dificultad de coordinar tiempos para lograr el mayor precio y certeza de cierre, considerando los distintos cronogramas que tienen los procesos de IPO y de venta. Así, para que se tenga éxito en generar la tensión competitiva que se busca con un proceso de dos vías, es importante haber realizado un cronograma detallado de actividades y cumplirlo, a fin de evitar que las demoras en una de las vías afecte la dinámica en la otra. Sobre este punto, cabe recordar lo indicado en el IPO sobre la tarea crítica de preparación de los estados financieros por los auditores.

Un último problema a tener en cuenta es el potencial conflicto de interés de la gerencia y de los asesores. Por un lado, la gerencia podría preferir un IPO sobre una venta, dado que en el primero podrán mantenerse en el manejo de la compañía; mientras que el segundo muchas veces implica su salida. Ello podría llevar a que la gerencia se incline por un IPO, aun cuando el mayor beneficio para el fondo de inversión podría estar en el proceso de venta. Por otro lado, podría presentarse un conflicto con el banco de inversión que esté asesorando el proceso de dos vías; ya que las comisiones podrían ser mayor en una de ellas.

3.4. Devolución de fondos

En algunos casos, los fondos de inversión pueden buscar salidas parciales de su inversión, a fin de devolver parte de su inversión a sus inversionistas, sin realizar la venta de su posición en la compañía. Las razones para ello pueden ser diversas; pero comúnmente están atadas al objetivo de diferir la venta de la compañía, debido a que el fondo considera que todavía tiene espacio para apreciación, aunque otorgando liquidez parcial a sus inversionistas³⁶. Así, con la devolución parcial de fondos, se reduce la presión sobre la rentabilidad de la inversión, dado que los inversionistas realizan una parte de

36 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., pp. 335-336.

la misma. En especial, cabe notar que la devolución parcial de fondos ayuda para evitar que la tasa interna de retorno disminuya con el paso del tiempo.

Esta estrategia se puede lograr vía la entrega de dividendos, una reducción de capital por un monto mayor al valor nominal o la recompra de acciones por la propia compañía. Cabe notar que todas estas estrategias requieren que la compañía tenga los fondos necesarios para realizarlas. Dichos fondos pueden obtenerse por los flujos de caja del capital generados por las operaciones de la compañía, la obtención de créditos, la venta de algún activo que no afecte las operaciones o por el ingreso de algún accionista vía aumento de capital. Cada situación particular requerirá de un análisis tributario según la jurisdicción donde se encuentra la compañía, a fin de confirmar, por ejemplo, si los intereses de la deuda serán deducibles o si un aumento de capital y posterior recompra de acciones tendrá un impacto tributario negativo.

Una vez obtenidos los fondos, las principales consideraciones respecto a cada una de las opciones para la devolución de la inversión son:

- **Entrega de dividendos.** La entrega de dividendos requiere que la compañía tenga efectivamente utilidades contables del ejercicio o acumuladas que repartir, luego de detraídas cualesquiera pérdidas que pudiera haber tenido y luego de detraída la reserva legal³⁷. Cabe notar que, en este supuesto, el fondo únicamente está recibiendo retornos de su inversión, mas no está reduciendo el monto de la misma.
- **Reducción de capital.** La reducción de capital con devolución de aportes requiere en el Perú de un procedimiento formal, incluyendo publicaciones y un periodo de oposición para los acreedores³⁸. Asimismo, para que proceda la devolución de capital por un monto mayor al valor nominal de las acciones, se requiere que el monto por encima del valor nominal sea pagado con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad, luego de detraídas cualesquiera pérdidas acumuladas³⁹. Por último, es posible pactar que la reducción de capital beneficie únicamente a un grupo de accionistas, que serán los que verán redimidas sus acciones, siempre y cuando, exista unanimidad en el acuerdo de junta general de accionistas⁴⁰. Cabe notar que bajo este mecanismo, cuando es aplicado de forma diferenciada, el fondo podría reducir su participación en la compañía, manteniendo cierto

37 Para el Perú, cabe notar que, según el artículo 229 de la Ley General de Sociedades, en las sociedades anónimas, debe detraerse un 10% de las utilidades del ejercicio, netas del impuesto a la renta, hasta que la reserva legal sea igual a la quinta parte del capital. Esta disposición es aplicable únicamente a las sociedades anónimas, por lo que otras formas societarias, como la sociedad comercial de responsabilidad limitada, no están sujetas a la misma.

38 Artículos 217, 218 y 219 de la Ley General de Sociedades.

39 Artículo 104 de la LGS.

40 Artículos 217, 218 y 219 de la LGS.

nivel de exposición, pero dejando que el otro accionista incremente su porcentaje.

- **Recompra de acciones.** Es posible que la sociedad recompre sus acciones para mantenerlas en cartera, es decir, sin necesidad de un previo acuerdo de reducción de capital, pero sujeto a ciertas limitaciones. Así, la recompra a cambio de fondos (u otro activo) requiere que el monto pagado sea con cargo a beneficios y reservas libres de la sociedad, luego de detraídas cualesquiera pérdidas acumuladas⁴¹. Dichas acciones podrán mantenerse en cartera por un periodo máximo de dos años y en un monto no mayor al diez por ciento del capital suscrito, en la medida que se cuente con un acuerdo de junta general. El límite de diez por ciento y la necesidad del acuerdo de junta no aplican en caso la adquisición sea para evitar un daño grave; sin embargo, la obligación de venderlas dentro de un plazo de dos años se mantiene. Cabe notar que otra alternativa dentro de dicho plazo de dos años es proceder a la amortización vía reducción de capital, en cuyo caso, se trataría de una reducción de capital sin devolución de aportes⁴². Para que la recompra de acciones de forma onerosa se realice de una forma distinta a la prorrata, se requiere que se lleve a cabo para evitar un daño grave, se haga en rueda de bolsa, se acuerde por unanimidad de la junta general o se trate de los supuestos de adquisición preferente para sociedades anónimas cerradas que regula la Ley General de Sociedades.

Al igual que, en el caso de la reducción de capital, la recompra de acciones usualmente supone una reducción en la exposición del fondo de inversión, mas no una salida de la inversión.

Las estrategias de recompra y reducción de capital suponen que la compañía esté poco apalancada y con flujos de caja libre altos⁴³, lo que implica que ya se encuentre en una etapa estable sin necesidades importantes de inversiones en capital⁴⁴. Esto debido a que dichas estrategias suponen descapitalizar a la compañía o apalancarla para realizar una distribución a los accionistas, con lo cual se limita las posibilidades de la compañía de atender las inversiones de capital que requiera realizar.

41 Artículo 104 de la LGS.

42 En efecto, se trataría de una reducción de capital por amortización de acciones en cartera, sin que se produzca egreso alguno a favor de los accionistas. Note al respecto que el egreso a los accionistas se produjo al momento en que la sociedad adquirió las acciones de propia emisión, debiendo para ello seguir las reglas de protección al patrimonio de la sociedad del artículo 104 de la LGS.

43 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 335.

44 Conocidas como *capital expenditures* o CAPEX.

Lo anterior implica que, muchas veces, estas estrategias se apliquen como un plan de salida secundario, cuando el plan principal no puede implementarse por algún motivo. En otros casos, la razón es para hacer más eficiente la estructura de capital de la compañía, cuando se estima que tiene muy poca deuda para su nivel de capital y operaciones; aunque, en estos casos, debe analizarse si los intereses que genere la nueva deuda podrán ser deducibles para efectos tributarios, a fin de hacer uso del escudo fiscal.

3.5. Ejecución y liquidación del negocio

El objetivo de toda inversión por un fondo de *private equity* es obtener una rentabilidad luego de un tiempo de la inversión, vendiendo el activo más caro de lo que originalmente se pagó. Sin embargo, las inversiones de *private equity*, al ser inversiones en el capital, son de alto riesgo y no siempre se logra que la compañía adquirida tenga éxito. Ello podría significar que la compañía deba liquidarse o incluso que la misma sea materia de una ejecución por parte de sus acreedores. El primero de estos supuestos implica una venta por partes de los activos de la compañía; mientras que el segundo se refiere a una venta forzada de uno o más activos, o incluso de la propia compañía, por parte de los acreedores.

- **Liquidación.** Si el negocio de la compañía no ha funcionado o existe algún problema de otro tipo por el cual el negocio no puede continuar –por ejemplo por falta de alguna licencia–, el fondo de inversión podría optar por vender los activos o grupos de activos y pasivos relacionados por partes. Esto podría llevarse a cabo a través de (a) contratos traslativos de los activos y relaciones jurídicas, incluyendo contratos de compraventa de bienes, cesión de derechos, cesiones de posiciones contractuales, asunciones de deudas, entre otros; o, (b) actos de reorganización societaria, tales como escisiones o reorganizaciones simples, y posteriores transferencias de las acciones recibidas como resultado de dichos actos⁴⁵.

Las principales diferencias entre unos y otros es que en los contratos traslativos: (i) se requeriría de la aceptación de las contrapartes contractuales y de los acreedores, para el caso de las cesiones de posición contractual y las asunciones de deudas; (ii) podría generarse renta afecta al impuesto a la renta y, en algunos casos, impuesto general a las ventas (IGV). Por su parte, en los supuestos de reorganización empresarial: (a) no se requeriría aceptación de las contrapartes contractuales ni de los acreedores, aunque para el caso de la escisión existe el derecho de oposición de los acreedores y otorga

45 Como en todos los casos, resulta muy importante analizar todas las consecuencias tributarias de la estructura. Por ejemplo, en el Perú, existe una norma antielusiva específica aplicable al caso de transferencias posteriores a reorganizaciones societarias.

derecho de separación a los accionistas; y, (b) no se generaría renta ni IGV, aunque la posterior venta de las acciones sí estaría gravada.

Es importante notar que en la venta de activos existe, bajo ciertos supuestos, persecutoriedad respecto al activo por los acreedores laborales, tributarios y en algunos casos, ambientales; lo que implica que probablemente se le exija al fondo de inversión que promueve la venta el obligarse a que las deudas de dicha naturaleza sean pagadas antes de distribuir cualquier monto producto de las transferencias.

Para efectos de hacer la liquidación lo más eficiente posible, resulta conveniente intentar estandarizar los procesos y así reducir costos, honorarios, haciendo los cierres de las transacciones⁴⁶ más rápidos. Como es evidente, ello será posible únicamente en caso los activos sean similares.

Por último, es recomendable, antes de iniciar la liquidación, realizar un análisis de qué activos o negocios de la compañía tienen valor y qué activos o negocios no lo tienen, y diseñar una estrategia para la liquidación. Dicha estrategia también debería tener en cuenta el pago a los acreedores, ya que este será necesario antes de proceder al reparto del patrimonio remanente entre los accionistas⁴⁷.

- **Ejecución.** Por ejecución, nos referimos a una venta forzada de uno o más de los activos de la compañía o incluso de la propia compañía, ya sea por ejecuciones (judiciales o extrajudiciales) o mediante un procedimiento concursal. Llegar a este supuesto, como mencionan algunos autores, implica que el fondo de *private equity* no ha logrado alcanzar un acuerdo con los principales acreedores de la compañía.

4. EL CASO DE EXALMAR

La desinversión por Citigroup Venture Capital International Growth Partnership L. P. y Citigroup Venture Capital International Co-Investment L. P. (en conjunto, CVC) de sus participaciones en Pesquera Exalmar S. A. A. (Exalmar) es un ejemplo claro de los mecanismos de salida de un fondo de *private equity* antes indicados. Según información pública disponible, CVC invirtió en el capital de Exalmar US\$30 millones en abril de 2007, a través de una subsidiaria constituida en España denominada Stafedouble S. L. Dicha inversión,

46 TALMOR / VASVARI. *International Private Equity*, cit., p. 337.

47 La Ley General de Sociedades es clara en señalar en su artículo 420 que los “*liquidadores no pueden distribuir entre los socios el haber social sin que se hayan satisfecho las obligaciones con los acreedores o consignado el importe de sus créditos*”. Asimismo, el artículo 422 establece la responsabilidad de los socios o accionistas frente a los acreedores impagos, hasta por el importe que hubieran recibido aquellos como consecuencia de la liquidación de la sociedad.

que le permitió a CVC tener una participación de 22.7% en el capital social de Exalmar, se hizo considerando un *enterprise value* de US\$132.1 millones⁴⁸. Como parte de la inversión, se suscribió un convenio de accionistas con el accionista mayoritario que le otorgó a CVC una serie de derechos de voto, adquisición preferente, *tag-along*, *drag-along*, desbloqueo, nombramiento de directores, entre otros⁴⁹.

El 4 de noviembre de 2010, poco más de 3 años y medio luego del ingreso de CVC al accionariado de Exalmar, se realizó el IPO de Exalmar mediante una emisión primaria de acciones y una venta secundaria por parte de CVC a S/.4.75 por acción. En dicha venta secundaria, CVC obtuvo aproximadamente US\$24.5 millones (antes de impuestos) y mantuvo un 13.5% de su participación. Dicha operación se realizó considerando un valor compañía de US\$505.70 millones⁵⁰.

Cabe notar que el total de acciones colocadas, incluyendo la oferta primaria y secundaria, fue de 71 889 667 acciones, teniéndose propuestas de compra al valor de S/.4.75 por acción o más de 98 031 533. Así, la oferta estuvo sobre suscrita en 1.36 veces lo cual no es un número elevado y se vio reflejado posteriormente en el pobre desempeño de la acción de Exalmar luego del IPO. En efecto, una vez transcurrido el periodo de estabilización, el valor de la acción bajó y, no obstante los años transcurridos, se ha mantenido por debajo del valor del IPO. A finales de enero de 2014, el valor de la acción estaba en S/.1.60.

Luego del IPO, el 15 de septiembre de 2011, CVC vendió 8.4% de su participación al accionista mayoritario por S/.4.93 por acción o US\$45.1 millones en total (antes de impuestos), manteniendo una participación de 5.05% en el capital social de Exalmar. Si bien dicha venta se estructuró a través de una oferta pública secundaria, por el precio de la misma; el único comprador fue el accionista mayoritario de Exalmar, indicándose en declaraciones públicas que la compra fue con el objetivo de dar por terminado el convenio de accionistas que existía con CVC. Esta operación se realizó considerando un valor de la compañía de US\$536.3 millones⁵¹. Con dicha transacción, CVC habría obtenido un total de US\$69.6 millones de una inversión de US\$30 millones, manteniendo aún una posición de 5.05% y dándole una tasa interna de retorno,

48 Diario de Fusiones & Adquisiciones [Ver en línea <bit.ly/1jVulH> visitada el 1 de febrero de 2014].

49 Para mayor información, véase el Prospecto Informativo de la Oferta Pública Primaria y de Venta de hasta 111'889,667 Acciones Clase A, de octubre de 2010 de Exalmar [Home page<smv.gob.pe>].

50 Diario de Fusiones & Adquisiciones [Ver en línea <bit.ly/1jVulH> visitada el 1 de febrero de 2014].

51 Diario de Fusiones & Adquisiciones [Ver en línea <bit.ly/1jVulH> visitada el 1 de febrero de 2014].

antes de impuestos, de aproximadamente 23%⁵². En un ejercicio teórico, si adicionalmente hubiese logrado liquidar su posición remanente en febrero de 2014 a los precios deprimidos de la acción de dicho mes, la inversión habría tenido una tasa interna de retorno total, antes de impuestos, de 25%⁵³.

El caso expuesto busca mostrar el único caso conocido en el cual un fondo de *private equity* ha invertido en una compañía constituida en el Perú y ha logrado liquidar parte de su inversión vía un IPO y, posteriormente, vía una venta directa. Dicha estrategia le permitió al fondo de inversión maximizar su retorno, según se ha podido ver.

5. PALABRAS FINALES

Resulta evidente que la fase de salida para un fondo de inversión es una etapa crítica y de gran importancia. Su planeamiento y ejecución son complejos, que no solo depende de los fundamentos de la propia compañía, sino también de la situación del mercado en dicho momento, por lo que existen diversas variables que los administradores deberán considerar y analizar para diseñar la mejor estrategia de venta posible.

Por último, queda claro que no existe la fórmula de salida perfecta o un único mecanismo exitoso. En este artículo, hemos intentado describir objetivamente los factores que deben tenerse en cuenta para planear una salida exitosa, así como los distintos mecanismos que existen, mostrando sus ventajas y desventajas; los que esperemos sean de utilidad, considerando que pronto estaremos entrando en una etapa donde se inician las salidas de algunos fondos de *private equity* en el Perú.

6. BIBLIOGRAFÍA

- BACA, Guillermo. *Ingeniería económica*, 4.^a ed., Fondo Educativo Panamericano, Bogotá, 1996.
- BRUNER, Robert. *Applied Mergers & Acquisitions*, John Wiley & Sons, London, March 2004.
- EVCA. “Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs”, An EVCA Special Paper, Brussels, November 2007.

52 Cálculo de los autores a la fecha de desinversión de septiembre de 2011, considerando como variables que la única inversión de CVC fue de US\$30 millones de abril de 2007, que no hubo reparto de dividendos y que las únicas desinversiones fueron la del IPO de noviembre de 2010 y la oferta pública de venta de septiembre de 2011. El cálculo ha sido efectuado antes de impuestos.

53 Cálculo de los autores considerando, de forma adicional a lo indicado en la nota a pie de página N.^o 52, que la desinversión en febrero de 2014 sería a un precio por acción de S/.1.60 con un tipo de cambio de S/.2.815 por cada US\$1.00.

- EY. *Private Equity: the essential guide for fast-growth companies. The exit*, EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association), 2011.
- JENNINGS, Richard W. / MARSH JR., Harold / COFFEE JR., John C. / SELIGMAN, Joel. *Securities regulation*, Foundation Press, Nueva York, 1998.
- RATNER, David L., *Securities regulation in a nutshell*, West Group Publishing, Minnesota, 1998.
- REBAZA, Alberto. "Las fusiones y adquisiciones de empresas: A propósito de la proliferación de los fondos de inversión", en *Themis*, N.º 54, Lima, 2007.
- SUBRAMANIAN, Guhan *Negotiauctions*, W.W. Norton & Company, Nueva York, 2010.
- TALMOR, Eli y VASVARI, Florin *International private equity*, John Wiley & Sons, Reino Unido, 2011.
- ZAINZINGER, Vanessa. "How to prepare a company for exit", en *Realbusiness*, Reino Unido, 2012.

CONTROVERSIAS PRINCIPALES EN CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE ACCIONES

Alberto Rebaza Torres

Socio de Rebaza, Alcázar & De Las Casas,
Abogados Financieros
(Lima, Perú)*

Lucia Ochoa Becerra

Asociada de Rebaza, Alcázar & De Las Casas,
Abogados Financieros
(Lima, Perú)

Sumario:

1. Introducción.
2. Controversias vinculadas al precio.
 - 2.1. Determinación del precio en base a un múltiplo de EBITDA.
 - 2.2. Ajuste de precio en base a un capital de trabajo.
 - 2.2.1. Cálculo del capital de trabajo objetivo.
 - 2.2.2. Metodología de cálculo del capital de trabajo a la fecha de cierre de la transacción.
 - 2.2.3. Solución de controversias vinculadas al ajuste de precio.
3. Controversias vinculadas a las declaraciones y garantías del vendedor.
 - 3.1. Incumplimiento, falsoedad o inexactitud.
 - 3.2. Configuración y acreditación del daño.
 - 3.3. Daño indemnizable.
4. Conclusión.
5. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Durante el año 2013, se reportaron transacciones de M&A¹ en el Perú por US\$12,254 millones. Si a esta cifra le agregamos el monto correspondiente a un número significativo de transacciones que no son reportadas por razones de confidencialidad, podremos tener una idea sobre la significativa magnitud de estas operaciones y de lo que ello significa en términos de inversión, desarrollo de planes estratégicos y expansión de compañías en diversos mercados. Ya no solo se trata de empresas extranjeras comprando en el mercado peruano, sino también de grupos empresariales peruanos adquiriendo a sus

* www.rebaza-alcazar.com

1 Siglas de *Mergers and Acquisitions* (en español, fusiones y adquisiciones).

competidores y más interesante aún, empresas peruanas comprando empresas en el exterior.

Dentro del sinnúmero de lecciones que trae esta tendencia, que en realidad lleva por lo menos diez años en los que cada vez se presenta mayor vigor y dinamismo, se encuentran aquellas que provienen de los reclamos e incluso litigios sostenidos entre compradores y vendedores. El propósito de este artículo es describir los casos más comunes de conflicto entre las partes de un contrato de compraventa de acciones, a fin de mostrar las diversas opciones que pueden manejar las partes sobre temas tan importantes como cálculo de precio o indemnizaciones y así obtener conclusiones relevantes que puedan ser utilizadas efectivamente en futuros procesos de negociación en los que el lector pueda estar involucrado.

Debe advertirse que, en este tipo de procesos, es arbitrario e incluso antojadizo hablar de contratos que sean mejores que otros, dado que cada negociación es distinta, pues la fuerza del comprador o vendedor varía según las circunstancias y el tipo de empresa de la que se trate (por sector, orden administrativo o eventual sujeción a un regulador determinado), lo que genera diferencias relevantes que suelen influir fuertemente en los contratos. Los términos y condiciones de los contratos responden a las circunstancias y, por tanto, no es recomendable simplemente reproducir cláusulas de otros contratos sin conocer los elementos legales y de negocio que sustentan y le dan sentido a tales cláusulas.

Lo que sí puede hacerse es que el contrato de compraventa de acciones sea preciso en el establecimiento de los derechos y obligaciones de las partes, y además en la previsión de una ruta de cumplimiento y exigibilidad, libre de vacíos o ambigüedades, a dichos derechos y obligaciones.

2. CONTROVERSIAS VINCULADAS AL PRECIO

Al momento de fijar el precio de una compañía, el comprador y el vendedor podrán optar entre un precio determinado o un precio determinable en base a metodologías preestablecidas. En este último caso, existen diversas opciones para calcular el precio de una compañía, tales como valor patrimonial, flujo de caja descontado o un múltiplo predeterminado de EBITDA².

Por ejemplo, en una oferta vinculante para adquirir una compañía, el comprador podría establecer que el precio a pagar por las acciones de esta será equivalente a un múltiplo del EBITDA de la compañía, que será calculado por una empresa auditora determinada.

En los casos en los que el precio es determinable, pueden generarse controversias vinculadas a la aplicación de la metodología acordada para el

2 Acrónimo de *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (en español, ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

cálculo del mismo. Algunas controversias frecuentes se generan cuando el precio debe ser calculado considerando un múltiplo de EBITDA de la compañía o cuando se pacta un ajuste de precio en base al cálculo del capital de trabajo. En ambos casos, a pesar de tratarse de conceptos supuestamente objetivos en su totalidad, existen elementos subjetivos pasibles de generar posiciones discordantes entre las partes.

A continuación, describimos brevemente algunas controversias que podrían generarse cuando se establece que el precio será determinado con relación a un múltiplo de EBITDA o considerando el capital de trabajo de la compañía.

2.1. Determinación del precio en base a un múltiplo de EBITDA

Cuando el precio debe ser determinado en base a un múltiplo de EBITDA establecido por las partes (comprador y vendedor), estas podrán tener posiciones divergentes vinculadas al cálculo de dicho EBITDA. Al respecto, cabe considerar que a pesar de que teóricamente el EBITDA es un elemento objetivo, la inclusión, el registro y la forma de calcular las cuentas que componen este indicador financiero, son espacios en donde el cálculo no está libre de ciertas interpretaciones, las que podrían estar fundamentadas y respaldadas por firmas contables reconocidas. No sería extraño que auditores de primer nivel puedan calcular distintos montos del EBITDA correspondiente a una misma compañía.

El EBITDA es un indicador financiero “que mide el beneficio que generan las operaciones de una empresa, independientemente de la forma como fueron financiadas (ajustando los intereses), de la tasa de los impuestos, de la manera como los activos fijos se depreciaron y de la amortización de los intangibles”³.

En consecuencia, el EBITDA logra separar los resultados de una compañía de los aspectos que podrían ser extrínsecos a ella, tales como: (i) los intereses por la deuda que ha asumido, que hasta cierto punto podrían depender de los activos que posee la compañía o del respaldo de uno o más de sus accionistas; (ii) el impuesto a la renta que pague la compañía, el mismo que responde a la política de estado del país en el que esta tiene sus operaciones y no a la eficiencia de dicha compañía; y, (iii) la amortización y depreciación aplicables, que dependerán de la regulación normativa aplicable a la compañía, la que incluso podría variar cada año.

Como es sabido, el cálculo del EBITDA se realiza en base al estado de ganancias y pérdidas de una compañía, y mide las ganancias de esta, cancelando los efectos tributarios y los efectos de las distintas estructuras de capital. Se trata de la utilidad operativa. Es decir, al monto de los ingresos operativos se le deduce el monto correspondiente a los gastos operativos y se establece una utilidad antes de calcular el impacto de intereses y tributos,

3 FORSYTH, Juan Alberto, *Finanzas empresariales, rentabilidad y valor*, Tarea Asociación Gráfica Educativa, Lima, 2004, p. 48.

así como las disminuciones de valor por depreciaciones o amortizaciones que consten en los estados financieros.

Asimismo, a través del EBITDA, se pueden establecer elementos de comparación entre empresas de diferentes países considerando que no se toman en cuenta aquellos elementos que, según lo indicado anteriormente, tienen que ver con aspectos exógenos. En consecuencia, el EBITDA podrá ser usado en diversas transacciones, permitiendo comparar la eficiencia de diferentes empresas, sin importar las implicancias derivadas del lugar donde en el que estas realizan sus operaciones.

Por tanto, el múltiplo de EBITDA que se pague será el que refleje la situación propia de un país (confiabilidad, grado de inversión, protección a la inversión privada), las bondades del sector, considerando que las empresas industriales o comerciales podrían ser más estables que las de servicios, así como las expectativas de crecimiento del negocio en particular.

Una de las controversias relacionadas a la utilización del EBITDA como parte de la metodología para determinar el precio, es la vinculada al cálculo de las ganancias o de la utilidad operativa. Como es sabido, las ganancias son los ingresos menos el costo de ventas y los gastos operativos en un periodo de tiempo determinado. Sin embargo, no todo ingreso califica como tal para efectos del cálculo del EBITDA, pues debe tratarse de ingresos regulares o recurrentes.

Debe tenerse en cuenta que a pesar de que los ingresos son la cantidad total de dinero recibido por la compañía, por la venta de bienes o la prestación de servicios durante un periodo de tiempo determinado, no todos los ingresos recibidos constituyen ingresos regulares que corresponden al curso ordinario del negocio de la compañía. En efecto, algunos de los ingresos de dinero podrían corresponder a ingresos no recurrentes o ser extraordinarios y, por lo tanto, no deberían ser considerados como parte del valor intrínseco de la compañía.

Las controversias se generan en aquellos casos en los que para el cálculo del EBITDA, se consideran ingresos no recurrentes o extraordinarios, tales como ventas no recurrentes, dividendos derivados de inversiones, pagos anticipados, o pagos derivados de procesos judiciales o procedimientos arbitrales. Estos ingresos incrementan el EBITDA y representan inconvenientes para el comprador, pues implican que deba pagarse un precio mayor por la compañía.

Una controversia similar se genera en el caso de costos y gastos no recurrentes; los mismos que de ser considerados en el cálculo del EBITDA reducirían el monto del mismo, generando una reducción del precio de la compañía en perjuicio del vendedor. Algunos costos o gastos que podrían ser considerados indebidamente son el pago de bonos a empleados, descuentos no recurrentes aplicados a clientes, gastos extraordinarios, castigos no recurrentes o costos incurridos para desarrollar nuevas líneas de negocios.

Los inconvenientes mencionados no constituyen el único problema vinculado al EBITDA, pues podrían existir diversos ingresos, costos o gastos que a pesar de ser regulares y/o recurrentes, no correspondan integralmente al ejercicio respecto al cual deba calcularse el EBITDA para efectos de la determinación del precio. Por ejemplo, en el caso de una empresa constructora que es contratada para construir una planta de producción y recibe, de forma anticipada, el pago correspondiente a los dos primeros años de construcción. A pesar de tratarse de un ingreso recurrente, no implica necesariamente que el monto recibido por la empresa constructora deba ser asignado integralmente al ejercicio en el que esta recibió dicho pago por anticipado.

En adición a lo indicado, es importante tener en cuenta que no todas las compañías reconocen sus ingresos y gastos de forma similar. Por ejemplo, un ingreso puede ser reconocido por una empresa cuando se celebre el contrato, cuando se efectúe el pago o, en todo caso, cuando el servicio sea prestado o el bien transferido, o incluso en otro momento. En consecuencia, es importante tener en cuenta la forma en la que cada compañía registra sus ingresos y gastos, y más aún, verificar el uso y cumplimiento de las normas contables aplicables a estas operaciones.

Por lo expuesto, el monto del EBITDA podrá variar significativamente dependiendo de cada compañía y de la decisión que adopte la empresa contable a la que se le encargue el cálculo del EBITDA, considerando que muchas veces las diferencias podrán responder a un análisis subjetivo del caso.

Adicionalmente, es importante tener en cuenta que el EBITDA podría reducirse o incrementarse de forma artificial. Por ejemplo, sería posible incrementar el EBITDA a través de una inversión baja en costos de mantenimiento, a través del pago de remuneraciones bajas a favor de empleados que son claves para la compañía o a través de costos fijos bajos debido a relaciones contractuales “subsidiadas” con empresas vinculadas. Asimismo, sería posible reducir el EBITDA por medio de bonos a empleados, cuyo pago estaría sujeto y sería ejecutable luego de la transferencia, o a través de gastos que no sean acordes con su valor de mercado.

Considerando lo indicado, es usual que el EBITDA calculado por una parte del contrato sea ajustado por la otra, a fin de evitar que el precio se vea afectado en perjuicio de alguna de ellas.

En consecuencia, a pesar de ser ampliamente utilizado, el EBITDA está lejos de ser un concepto preciso para determinar un precio sin incurrir en discusiones o en resultados imprevisibles, generando incertidumbre. Por tanto, no es correcto asumir que el EBITDA es un concepto que puede ser calculado de forma objetiva y automática sin generar controversias.

Considerando lo indicado, a fin de reducir las controversias vinculadas a la determinación del precio sobre la base de un múltiplo de EBITDA, es necesario entender la metodología utilizada por los contadores en cada negocio que

está siendo objeto de una venta, pues obviamente no es lo mismo calcular el EBITDA de una compañía de *retail*, que de una compañía de construcción o de una compañía de alimentos. Asimismo, debemos estar preparados para negociar una metodología específica para el cálculo del EBITDA en aquellos casos en los que no estemos de acuerdo con la metodología aplicada por las empresas auditadoras o cuando no estemos seguros de la forma en la que estas empresas consideran determinadas operaciones desarrolladas por la compañía objetivo.

2.2. Ajuste de precio en base a un capital de trabajo

En ciertas transacciones, se pacta la realización de un ajuste al precio en base a un capital de trabajo de la compañía que exista en la fecha de cierre de la transacción. Este ajuste usualmente se realiza luego del perfeccionamiento de la transferencia de las acciones de la compañía a favor del comprador.

La finalidad del ajuste es garantizar al comprador que la compañía contará con el capital de trabajo suficiente para satisfacer las necesidades del negocio de acuerdo con el giro habitual de este. El razonamiento detrás de este ajuste es evitar que luego del cierre de la transacción, el comprador deba invertir una suma adicional para procurar que la compañía siga desarrollando sus operaciones tal como lo venía haciendo antes de la transferencia, considerando que de ser esto necesario, el monto correspondiente deba ser reducido del precio pagado.

Del mismo modo, en caso que se identifique un exceso de caja o de capital de trabajo en la fecha de cierre de la transacción, este suele reconocerse en favor del vendedor. La razón de esto es que de no efectuar este reconocimiento, el exceso indicado le correspondería al comprador (vía reparto de dividendos u otra modalidad), lo que implicaría que el precio efectivo sea menor al que fue pagado al vendedor.

En consecuencia, por medio del ajuste por el capital de trabajo, el vendedor busca recuperar, a través de un aumento de precio, el monto que no se requiera para el desarrollo normal de la compañía, evitando la entrega de un capital de trabajo mayor al que esta.

A pesar de que teóricamente existe consenso respecto a la definición de capital de trabajo (activos corrientes menos pasivos corrientes), es inevitable que en la oportunidad de regular y ejecutar el ajuste de precio siguiendo este criterio, se generen controversias entre las partes.

El ajuste de precio consiste en reconocer y pagar en favor del comprador o del vendedor, según corresponda, la suma equivalente a la diferencia que exista entre el capital de trabajo preestablecido en el contrato de compraventa de acciones y el capital de trabajo existente en la fecha de cierre de la transacción; el mismo que será determinado en la forma que acuerden las partes.

Es usual que el ajuste se realice a partir del primer dólar correspondiente a la diferencia, pero es posible pactar una regulación diferente.

Según lo indicado, el ajuste determinará que el comprador devuelva al vendedor el exceso de capital de trabajo recibido o que el vendedor pague a favor del comprador la diferencia entre el capital de trabajo objetivo y el capital de trabajo identificado en la fecha de cierre.

Para efectos del ajuste antes referido, será necesario que las partes acuerden los siguientes aspectos: (i) capital de trabajo objetivo, el que podrá ser un monto determinado o determinable según lo previsto en el contrato (monto equivalente a un número de días de ventas o al promedio de ventas que haya tendido la empresa en un período determinado; los fondos necesarios para el pago de pasivos corrientes y gastos operativos de un período determinado; el monto equivalente a inventarios determinados; etc.); (ii) metodología para calcular el capital de trabajo a la fecha de cierre de la transferencia; (iii) mecanismos de solución de controversias vinculadas al ajuste de precio.

Los elementos indicados en el párrafo anterior están sujetos a la negociación de las partes, lo que es idóneo, pues estas tendrán certeza respecto de lo que cada una de ellas espera de la otra.

2.2.1. Cálculo del capital de trabajo objetivo

En el contrato de compraventa de acciones, las partes pueden fijar el monto determinado o determinable de capital de trabajo que la compañía deberá tener en la fecha de cierre de la transacción, o de ser el caso, el rango de montos entre los que deberá ubicarse el capital de trabajo de esta en la fecha de cierre.

Considerando que el capital de trabajo objetivo es el monto de capital de trabajo que el comprador espera recibir en la fecha de cierre para cubrir los requerimientos operativos de corto plazo, es usual que existan controversias en torno a su determinación.

La determinación del capital de trabajo objetivo podrá efectuarse en base a con diversos factores, considerando el capital que será suficiente para que la compañía pueda cubrir, de forma eficiente, las necesidades inherentes al giro de sus negocios durante un tiempo determinado, luego de la transferencia de acciones.

Dentro de las metodologías a tener en cuenta, suele considerarse el capital de trabajo histórico de la compañía, el capital de compañías similares o incluso la estimación según el promedio del capital de trabajo de la compañía en un período determinado. Lo óptimo es que la determinación de la cifra se efectúe atendiendo a las características, situación del negocio y de la compañía. Por ejemplo, el cálculo sobre la base del promedio del capital de trabajo de un período determinado, sería cuestionable en el caso de negocios

estacionales, en los que podría generarse un beneficio o perjuicio para el comprador o para el vendedor dependiendo de la fecha de cierre de la transacción. Asimismo, el hecho de considerar el promedio de los doce meses previos al cierre, sin tener en cuenta la situación particular de la compañía, tal como un incremento excepcional de sus ingresos en los tres meses previos al cierre, podría implicar la determinación de un capital de trabajo objetivo bajo, generando la posibilidad de que el capital determinado en la fecha de cierre sea mayor, lo que se vería traducido en un ajuste a favor del vendedor.

Dada la importancia del ajuste de precio indicado y tomando en cuenta que, en ciertos casos, este podría involucrar cantidades significativas, las partes podrán pactar algún mecanismo para garantizar o asegurar el pago del ajuste de precio, de acuerdo con su estimación del capital de trabajo objetivo y al beneficio económico que esperan obtener como resultado del ajuste. La opción habitual, en estos casos; es el depósito en una cuenta *escrow*.

2.2.2. Metodología de cálculo del capital de trabajo a la fecha de cierre de la transacción

Es cierto que existe una definición consensuada de capital de trabajo, pero al igual que en el caso del EBITDA a pesar de tratarse de un concepto, supuestamente objetivo, su cálculo no está libre de subjetividades vinculadas a la metodología de cálculo del capital de trabajo.

Como es sabido, capital de trabajo es equivalente a los activos corrientes *menos* los pasivos corrientes. Sin embargo, el cálculo de este concepto no es automático, pues la composición y, por tanto, el monto de las cuentas indicadas dependerá de las políticas contables que sean utilizadas para su registro y cálculo.

En consecuencia, además de establecer en el contrato los principios contables que serán utilizados para la preparación de los estados financieros al cierre, en base a los que determinará el capital de trabajo, es recomendable que se establezca la metodología para el cálculo del capital de trabajo, a fin de reducir las posibilidades de que se generen controversias vinculadas al cálculo de este. La metodología indicada permitirá establecer las cuentas que serán consideradas y/o excluidas para efectos del cálculo, la composición de las mismas y la forma de realizar el cálculo.

En ocasiones, la determinación de una metodología, para el cálculo del capital de trabajo, no libera a las partes de las controversias vinculadas a los resultados de este, pues existen elementos y componentes de las cuentas respecto a los cuales podrían existir divergencias entre el vendedor y el comprador. Algunos ejemplos de lo indicado están vinculados a lo siguiente:

- Registro incorrecto de inventarios, específicamente en el caso de inventarios obsoletos, dañados o de baja rotación.

- Valorización excesiva de inventarios.
- Registro incorrecto de cuentas por cobrar, en el caso de cuentas incobrables.
- Registro de cuentas por cobrar a empresas vinculadas, que no están relacionadas al giro del negocio.

Las divergencias indicadas podrían generar que el capital de trabajo sea mayor al que realmente corresponde. En consecuencia, cualquier registro incorrecto de los elementos señalados podría ser identificado por el comprador a través de la verificación de inventarios o de la revisión de las cuentas por cobrar considerando su antigüedad y cobrabilidad y, por tanto, estos elementos serían pasibles de observación y ajuste para efectos del cálculo del capital de trabajo al cierre de la transacción.

En consecuencia, con posterioridad al perfeccionamiento de la transacción, cuando el comprador tome el control de la compañía adquirida y prepare los estados financieros de acuerdo con la información identificada en la compañía, podrían generarse controversias vinculadas al capital de trabajo.

Considerando lo indicado, existen algunas medidas que el vendedor podría adoptar, a fin de evitar la incertidumbre respecto al capital de trabajo que será efectivamente identificado al cierre de la transacción, además de la determinación de la metodología de cálculo en el contrato. La medida principal consistiría en contar con estados financieros auditados, con el objetivo de tener mayor certeza respecto al capital de trabajo de la compañía y así evitar que sus expectativas de precio se vean reducidas, debido a la verificación de un capital de trabajo menor en la fecha de cierre.

2.2.3. Solución de controversias vinculadas al ajuste de precio

Considerando lo indicado en la sección 2.2.2, es importante que, en el contrato se establezca un mecanismo de solución de controversias en caso que se presente alguna divergencia en el cálculo del capital de trabajo. Es usual que se designe una firma contable independiente a las partes que se encargue de realizar el cálculo del capital de trabajo al cierre de la transacción, en base a la metodología establecida en el contrato. Al respecto, es importante que, en el contrato, se establezcan los alcances de la revisión y del pronunciamiento de la empresa contable.

Cabe considerar que la regulación del mecanismo de solución de controversias vinculadas al ajuste de precio es tan importante como la definición de los componentes que serán incluidos en el ajuste de precio por capital de trabajo y la metodología de su cálculo, pues de conformidad con este mecanismo se definirá en última instancia cuál de las partes obtendrá el beneficio económico esperado.

3. CONTROVERSIAS VINCULADAS A LAS DECLARACIONES Y GARANTÍAS DEL VENDEDOR

Como su nombre lo indica, las declaraciones y garantías son manifestaciones y seguridades que otorga el vendedor de una compañía respecto a la situación económica, legal, financiera, contable y operativa de esta. 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.

A través de las declaraciones y garantías busca reducirse la asimetría de información que existe entre el vendedor y el comprador, respecto a la compañía objetivo, así como brindar seguridades al comprador sobre la situación de la compañía y, por tanto, del valor asignado a esta.

La relevancia de las declaraciones y garantías consiste en que estas representan una protección para el comprador; pues, en caso de incumplimiento, falsedad o inexactitud de las mismas que impliquen la materialización de contingencias y la generación de un daño a la compañía, al comprador o a las personas establecidas en el contrato, será posible, sujeto a las condiciones previstas en el contrato de compraventa, que el comprador demande el pago de una indemnización al vendedor.

Las declaraciones y garantías podrán ser redactadas de forma detallada o de forma general. En cualquier caso, la función de estas será que el vendedor garantice los aspectos relevantes del negocio y el cumplimiento de la normativa que resulte aplicable a la compañía objetivo.

La existencia, extensión y los alcances de las declaraciones y garantías dependerán de distintos factores, entre ellos, las circunstancias especiales de cada negociación y el interés que existe en celebrar la transacción. Por ejemplo, en los casos donde existe mayor interés en adquirir la compañía (o en caso de procesos competitivos), habrá mayor disposición para aceptar una menor extensión y rigor en las declaraciones y garantías; mientras que en aquellos casos en los que la necesidad de vender sea mayor, el poder de negociación del comprador se incrementará.

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.

Al tratarse de un elemento relevante en la negociación del contrato de compraventa de acciones, es usual que surjan ciertas controversias en torno

a las declaraciones y garantías. A continuación, describimos brevemente las controversias que podrían generarse en relación a estas:

3.1. Incumplimiento, falsoedad o inexactitud

Las controversias vinculadas a las declaraciones y garantías otorgadas por el vendedor se configuran cuando existe algún incumplimiento, falsoedad o inexactitud respecto a estas que genera un daño a la compañía transferida, al comprador y/o a las personas señaladas en el contrato. Al respecto, deben tenerse en cuenta los siguientes aspectos que podrían generar controversias entre las partes.

El primer aspecto a determinar es si efectivamente se ha producido la vulneración de alguna declaración y garantía, o si la misma es falsa o inexacta. Por ejemplo, que se haya declarado que no existía amenaza de inicio de procedimientos judiciales en contra de la compañía y que sin embargo, un proveedor que venía reclamando el incumplimiento de un contrato determinado con anterioridad al perfeccionamiento de la transacción, presente una demanda o que se haya declarado el cumplimiento de las normas laborales y que el órgano gubernamental correspondiente imponga una sanción por incumplimientos previos a la transacción. Una vez que se acredite la vulneración, será necesario determinar si como consecuencia de dicho incumplimiento, falsoedad o inexactitud se ha generado un daño a las personas indicadas en el contrato.

Dentro de los aspectos que serán evaluados se encuentra la temporalidad. Al respecto, es necesario que el incumplimiento, falsoedad o inexactitud de la declaración y garantía del vendedor esté vinculada a un acto o hecho previo a la fecha del otorgamiento de dicha declaración o garantía.

Asimismo, al momento de evaluar, si se ha producido algún incumplimiento, falsoedad o inexactitud, deberá tenerse en cuenta la extensión de la declaración y garantía correspondiente, incluyendo, de ser el caso, los anexos de revelación y las implicancias que, de conformidad con el contrato, tiene el conocimiento del comprador respecto del acto o hecho, pues este podría ser incluso causal de exoneración de responsabilidad del vendedor. Al respecto, cabe destacar la relevancia de la redacción de las declaraciones y garantías, así como las implicancias de las calificaciones que suelen incluirse en el texto de las mismas; pues la inclusión de una limitación respecto a la materialidad, el conocimiento del vendedor o la temporalidad de la declaración y garantía podrían determinar que se genere o no el incumplimiento de la mismas.

Además de lo indicado, la evaluación deberá efectuarse considerando el acto o hecho cuestionado y la legislación que resulta aplicable al contrato; a fin de determinar si efectivamente se ha incumplido una declaración y garantía o si la misma es falsa o inexacta, considerando que es posible que un hecho implique el incumplimiento de varias declaraciones y garantías.

La acreditación del incumplimiento, falsedad o inexactitud es necesaria a fin de reclamar la indemnización cuando corresponda y para evitar, o de ser el caso, desvirtuar los cuestionamientos del vendedor.

Es importante tener en cuenta que; en el caso de las declaraciones y garantías vinculadas a los estados financieros, la discusión respecto a su incumplimiento, falsedad o inexactitud, se realizará principalmente a nivel contable, considerando las normas que resulten aplicables (sean GAAP⁴ o IFRS⁵). Dentro de las discusiones indicadas se encuentran las vinculadas a lo siguiente:

- Depreciación incorrecta de activos.
- Omisión de registro de gastos vinculados a consumos al crédito.
- Falta de provisión de deudas incobrables o de cobranza dudosa.
- Registro contable incorrecto de trabajos en progreso.
- Registro indebido de cuentas por cobrar.
- Registro incorrecto de mercadería no recuperable (en mal estado, vencida, en calidad de destrucción).
- Registro incorrecto de gastos pagados por anticipado.
- Falta de provisión por fiscalizaciones de la autoridad tributaria.
- Falta de provisión por reclamos de terceros.
- Falta de provisión de indemnizaciones correspondientes a vacaciones.
- Registro contable indebido de gastos preoperativos.

Existen algunas declaraciones y garantías que por su naturaleza son frecuentemente objeto de discusión y, eventualmente, de litigio por su alegado incumplimiento. Estas son las referidas a: (i) estados financieros; (ii) pasivos ocultos; (iii) asuntos tributarios; (iv) asuntos laborales; (v) licencias y autorizaciones; y, (vi) consentimientos y aprobaciones.

La determinación de la existencia de un incumplimiento, falsedad o inexactitud en alguna de las declaraciones y garantías otorgadas por el vendedor es relevante en caso se haya generado un daño, pues el comprador buscará reclamar el pago de una compensación económica al vendedor.

De otra parte, el incumplimiento, falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías que no genere un daño constituye una discusión teórica e incluso ética; pero no resulta relevante, desde el punto de vista contractual, para efectos de obtener una indemnización. Por ejemplo, es posible que se

4 Acrónimo de *Generally Accepted Accounting Principles* (en español, Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, PCGA).

5 Acrónimo de *International Financial Reporting Standard* (en español, Normas Internacionales de Información Financiera, NIIF).

verifique la falsedad de una declaración y garantía referida al cumplimiento de las normas tributarias, lo que constituye una contingencia que podría devengar en un daño; pero el mismo no se configurará mientras la administración tributaria no fiscalice a la compañía y ordene el pago de tributos omitidos, intereses e incluso multas.

En consecuencia, una vez que se determine el incumplimiento, falsedad o inexactitud de una declaración y garantía será necesario verificar si se cumplen los aspectos indicados en los numerales siguientes; pues de esto dependerá la pertinencia del reclamo, ya que, según lo indicado, el hecho de que se haya determinado y acreditado el incumplimiento, falsedad o inexactitud, no implica que se haya generado el derecho del comprador a reclamar el pago de una indemnización en los términos del contrato de compraventa de acciones.

3.2. Configuración y acreditación del daño

Una vez que existe certeza respecto al incumplimiento, falsedad o inexactitud de alguna declaración y garantía otorgada por el vendedor corresponde verificar si, como consecuencia de esto, se ha generado un daño a la compañía, al comprador o incluso a los terceros indicados en el contrato de compraventa, tales como los socios o accionistas del comprador, sus afiliados o incluso sus sucesores. Por tanto, es muy importante precisar en el contrato, quiénes son las personas que, de verse afectadas por un daño indemnizable, tendrán derecho a una indemnización que será pagada por el vendedor.

De conformidad con lo indicado, para que la obligación de indemnización del vendedor sea exigible, es necesario que se haya generado un daño como consecuencia del incumplimiento, falsedad o inexactitud de una declaración y garantía efectuada por él. Es decir, que exista una relación entre la vulneración de la declaración y garantía, y el daño sufrido. En consecuencia, para que se configure la obligación de indemnización y el derecho a reclamarla, no bastará la determinación del incumplimiento, falsedad o inexactitud de la declaración; pues deberá acreditarse la generación de un daño, en los términos previstos en el contrato.

Por tanto, la definición de daño es uno de los temas que genera mayor controversia entre las partes, no solo en la etapa de negociación del contrato, sino también en la oportunidad de determinar la configuración de un daño como consecuencia del incumplimiento, falsedad o inexactitud de declaraciones y garantías.

La definición de daño suele incluir el detalle de los aspectos que serán considerados como tal y cuya configuración generará la obligación de indemnización del vendedor, en los términos del contrato. En consecuencia, mientras que el comprador busca regular ampliamente la definición de daño, el vendedor procurará restringir la amplitud de la misma y limitar la inclusión de determinados supuestos.

Por lo general, dentro de los aspectos que suelen incluirse en la definición se encuentra todo daño, pérdida, costo, pasivo, penalidad, multa y/o gasto (incluyendo honorarios de asesores legales, contables, entre otros) que se imponga o que sea incurrido por el comprador, la compañía o las personas señaladas en el contrato, como consecuencia de un acto o hecho del vendedor.

Las controversias más comunes que surgen en torno a la definición de daño, son las referidas a la inclusión de los siguientes conceptos dentro de la misma: (i) daños basados en disminución patrimonial; (ii) costos de gestión interna, costos administrativos, costos indirectos y costos de oportunidad; (iii) daños basados o calculados en relación a un múltiplo de ganancias o del EBITDA, o de otra medida financiera similar o metodología de valorización; (iv) lucro cesante; (v) daños incidentales, consecuenciales, indirectos o punitivos; o, (vi) reclamos indemnizatorios basados en fraude civil y actos criminales. La inclusión de estos conceptos, dentro de la definición de daño, suele generar controversias debido a la naturaleza de los mismos y a la poca previsibilidad que existe en torno a su configuración; pues resulta difícil que las partes puedan prever el efecto que la materialización de dichos conceptos podría generar en la transacción.

El comprador buscará regular los supuestos indicados en el párrafo anterior, mientras que el vendedor tratará de excluirlos o limitarlos. Al respecto, debe tenerse en cuenta que no existe una fórmula que pueda aplicarse de forma general, pues cada transacción tiene particularidades que la diferencian de otras transacciones. Por tanto, es posible que de conformidad con los términos negociados y a las particularidades de la compañía objetivo y de la transacción en sí misma, se opte por incluir o excluir alguno de los conceptos antes indicados.

Una vez que se ha generado el daño surgen controversias entre las partes, vinculadas a la acreditación del mismo e incluso a la subsunción de este dentro de la definición prevista en el contrato. Existen algunos casos pasibles de resolverse fácilmente luego de acreditar el incumplimiento de la declaración y garantía, tales como el daño producido por la ejecución de una resolución desfavorable en procesos judiciales vinculados a hechos acontecidos con anterioridad al cierre de la transacción. Sin embargo, existen otros daños cuya acreditación podría ser complicada y, eventualmente, la configuración del daño podría ser cuestionada por el vendedor, generando controversias entre las partes.

Dentro de los daños, cuya configuración es pasible de generar controversias entre las partes, se encuentran los vinculados a la disminución patrimonial. Por ejemplo, en caso que de un comprador alegue el incumplimiento de las declaraciones y garantías del vendedor, vinculadas a los estados financieros, considerando que existe una disminución patrimonial en la forma de empobrecimiento patrimonial, lo que a su vez constituye un daño que debe

ser indemnizado a su favor. El hecho alegado por el comprador en este caso sería el incumplimiento de las normas contables por la compañía; pues se identificaron diferencias entre el valor contable y el valor real de los activos que fueron sobrevalorados, así como la subvaluación de pasivos, lo que implica la reducción del patrimonio de la compañía y, por tanto, del comprador. Las diferencias indicadas habrían generado la necesidad de realizar ajustes contables a fin de cumplir con la normativa aplicable a la compañía y remediar la sobrevaloración y la subvaluación detectadas. Como consecuencia de esto, se habría generado una disminución del valor de la compañía, pues el valor representado por el vendedor en el contrato era mayor al que fue determinado de conformidad con los estados financieros luego de los ajustes indicados.

Considerando el criterio generalmente aceptado de que aquel que alega un hecho deberá probarlo, en el ejemplo antes indicado, el comprador estará en la obligación de acreditar lo siguiente: (i) la configuración del hecho que implica el incumplimiento de las declaraciones y garantías otorgadas por el vendedor, referidas a que los estados financieros de la compañía eran consistentes con los principios contables aplicables a esta, cuando en realidad no lo eran; (ii) la configuración del daño que lo afectó como consecuencia de este hecho (el empobrecimiento patrimonial considerando el efecto negativo en el valor empresa de la compañía); y, (iii) la relación causal entre el incumplimiento y el daño sufrido. Todo esto de conformidad con la legislación aplicable al contrato. Por este motivo, es relevante que exista coherencia entre los términos del contrato y la legislación aplicable al mismo.

En algunos casos, el comprador podría enfrentar inconvenientes al momento de acreditar el incumplimiento de las declaraciones y garantías del vendedor. En el ejemplo indicado, los inconvenientes estarían relacionados con la acreditación del incumplimiento de las normas contables aplicables y del tratamiento contable adecuado según la legislación que regule el contrato. Asimismo, el comprador podría tener inconvenientes en acreditar la configuración del daño, en base a los términos del contrato y a la legislación aplicable al mismo. Por esta razón, la definición de daño es relevante, pues determinará la obtención de la indemnización.

En adición a lo indicado, de ser el caso, el comprador deberá acreditar que el daño sufrido supera los límites previstos en el contrato, a efectos de ser considerado indemnizable.

Debe tenerse en cuenta que el vendedor podría cuestionar el reclamo del comprador de acuerdo con los términos del contrato, a fin de acreditar que no se han incumplido las declaraciones y garantías otorgadas o que no se ha configurado un daño indemnizable. En el ejemplo indicado precedentemente, el cuestionamiento podría estar basado en cualquiera de los siguientes argumentos: (i) la pertinencia de realizar los ajustes contables a los estados financieros de conformidad con la legislación aplicable; (ii) la referencia a que

los ajustes contables no afectan el valor del negocio ni la generación de los ingresos del mismo; (iii) la renuncia del comprador a reclamar los conceptos cuestionados, considerando que conocía los hechos alegados antes de la celebración del contrato (en caso de que el contrato establezca la liberación de responsabilidad del vendedor en este supuesto); o incluso (iv) la referencia a que no se cumple con los límites de montos establecidos para efectos de ser considerado un daño indemnizable.

3.3. Daño indemnizable

La indemnización constituye el remedio que usualmente es pactado por las partes para resarcir o compensar un daño causado a la compañía transferida o a las personas indicadas en el contrato, como consecuencia del incumplimiento, falsedad o inexactitud de una declaración y garantía otorgada por el vendedor. En consecuencia, la obligación de indemnización del vendedor estará sujeta a la regulación prevista en el contrato de compraventa de acciones y en la legislación aplicable al mismo.

Considerando la regulación establecida en el contrato de compraventa de acciones, es posible que a pesar de haberse configurado un daño como consecuencia del incumplimiento, falsedad o inexactitud de una declaración y garantía del vendedor, el mismo no sea indemnizable. Por tanto, una vez que se ha determinado la generación de un daño será necesario verificar si el mismo es indemnizable de conformidad con el contrato y si en el caso de serlo, está sujeto a alguna limitación.

El análisis indicado debería realizarse de forma automática, tomando en cuenta la regulación contenida en el contrato. Sin embargo, cuando la redacción de este no es clara, podrían generarse controversias vinculadas a la pertinencia de indemnizar o no un daño.

Los aspectos usuales que se regulan en el contrato y que sirven para determinar si se trata de un daño indemnizable, están sujetos a la negociación de las partes y, por tanto, son pasibles de generar controversias.

Dentro de los aspectos indicados se encuentran los límites vinculados a la cuantía del daño. Al respecto, las partes podrán pactar que para que un daño sea indemnizable el monto del mismo deberá ser igual o mayor, de forma individual o conjunta, a determinado monto. Estos límites están vinculados a la fijación de un monto mínimo individual que cada daño debe representar para ser objeto de indemnización, incluyendo incluso la posibilidad de sumar daños derivados de un mismo hecho, y/o a la fijación de un monto base que deberá ser superado por la sumatoria de daños individuales para que proceda su indemnización; la misma que, según el contrato, podrá pactarse por el exceso de este monto o desde el primer dólar correspondiente al daño sufrido.

Adicionalmente, la obligación de indemnización podrá limitarse a un monto máximo determinado; el mismo que equivaldrá al límite de la respon-

sabilidad del vendedor de conformidad con el contrato, determinando que, de ser el caso, el comprador deba asumir el exceso de dicho monto.

Cuando se pactan límites para efectos de la determinación de un daño indemnizable, es usual que se regulen excepciones a dichos límites. Por ejemplo, en el caso de daños vinculados a determinadas declaraciones y garantías, tales como las referidas a la propiedad de las acciones o la capacidad de los vendedores para celebrar el contrato, además de otras relacionadas a temas sensibles de la compañía.

Dentro del análisis para determinar si se trata de un daño indemnizable de conformidad con el contrato será necesario verificar que la obligación de indemnización del vendedor se encuentra vigente. Al respecto, cabe mencionar que la vigencia de la obligación de indemnización es otro de los aspectos que suele generar controversias entre las partes en la etapa de negociación del contrato; pues el vendedor buscará la regulación de plazos cortos, mientras que el comprador preferirá la previsión de plazos más largos, especialmente para los temas que considere más relevantes. En cualquier caso, para efectos de lo indicado, es recomendable tener en cuenta el plazo razonable dentro del cual podrían conocerse actos o hechos que impliquen la generación de un daño indemnizable de conformidad con el contrato.

Una vez que se ha determinado la existencia de un daño indemnizable es necesario seguir el procedimiento establecido en el contrato para efectos de notificar la identificación de la contingencia, la materialización del daño e incluso el reclamo del mismo, a fin de evitar cuestionamientos vinculados al derecho a obtener la indemnización. En este caso, es usual que el vendedor desee regular alguna forma de liberación de responsabilidad en caso de cualquier retraso o defecto en la notificación, aspecto que por lo general es rechazado por el comprador.

En adición a lo indicado, debe verificarse si en el contrato se prevé la obligación del comprador de reembolsar, a favor del vendedor, el monto de la indemnización recibida que hubiese sido recuperado por otros medios, tales como la obtención de un beneficio tributario o la aplicación de una póliza de seguro.

Finalmente, considerando que la solicitud del pago de la indemnización deberá efectuarse al vendedor obligado de conformidad con el contrato, cabe mencionar que una de las controversias habituales entre las partes se presenta cuando intervienen varios vendedores. En estos casos, cada vendedor, especialmente aquellos que no son gestores del negocio, buscarán que la responsabilidad sea individual, de acuerdo con la participación de cada uno en las acciones objeto de transferencia; mientras que el comprador buscará que se pacte la solidaridad entre todos los vendedores, o el respaldo del vendedor con mayor solvencia económica.

4. CONCLUSIÓN

A pesar de que no existe una combinación de términos y condiciones que pueda ser aplicada de forma general en todos los contratos de compra-venta de acciones, pues cada transacción tiene particularidades que rigen la negociación de las disposiciones contractuales; queda clara la necesidad de regular adecuadamente los derechos y obligaciones de las partes. Asimismo, quedara la conveniencia de poner énfasis en la negociación y regulación de la metodología aplicable a la determinación del precio de una compañía, incluso cuando el cálculo de este se basa en elementos teóricamente objetivos, así como en los alcances de las declaraciones y garantías otorgadas por las partes, la definición de daño y daño indemnizable, la configuración y límites aplicables a la obligación de indemnización, y la identificación de los titulares del derecho de indemnización; a fin de reducir o incluso evitar la generación de las controversias descritas en el presente artículo.

EARN OUTS: ¿UNA SOLUCIÓN PARA LA FIJACIÓN DEL PRECIO?

Emil Ruppert

Socio de Rubio Leguía Normand
(Lima, Perú)*

Sumario:

1. Introducción.
2. La empresa como objeto de la negociación.
3. El proceso de adquisición.
4. El precio y su determinación.
5. Valorización de la empresa y el *earn out*.
6. Formación de un *earn out*.
7. Conclusión.
8. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Así como el número de fusiones y adquisiciones crece con los años, aumenta también la complejidad de estas transacciones, obligando al Derecho a seguir el paso y a buscar soluciones creativas a las demandas de compradores y vendedores.

Uno de los temas más discutidos entre las partes es la fijación del precio, principalmente debido a las diferencias entre las partes respecto al potencial de la empresa de generar utilidades o alcanzar ciertas metas en el futuro. Respondiendo a este problema, se ha desarrollado los llamados *earn outs*, en los cuales se pacta que parte del precio será determinable y calculado posteriormente según factores relacionados con el desempeño de la empresa, o con aspectos del mercado o industria en la que la sociedad objetivo se desempeña.

En el presente trabajo, desarrollaremos el proceso de adquisición de empresas y la utilización de *earn outs*, así como los incentivos que dicho mecanismo genera para las partes.

2. LA EMPRESA COMO OBJETO DE LA NEGOCIACIÓN

Podemos definir una empresa como el conjunto formado por una pluralidad de elementos: activos, deudas, organización, personas, entre otros¹.

* www.rubio.pe

1 ÁLVAREZ ARJONA, José María, "La adquisición de empresas como objeto de negociación", en *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Thomson Aranzadi, Navarra, 2004, pp. 45-49..

Todos estos están organizados entre sí y tienden a un fin: la producción de bienes o servicios con el objeto de generar ganancias. La adquisición es una forma de tomar el control de una empresa con el objetivo de ingresar a un nuevo mercado o desarrollar sinergias. El Derecho interviene en toda adquisición de una empresa para lograr los objetivos que ambas partes persiguen.

La forma en que se puede tomar control de una empresa varía, pudiendo realizarse, en líneas generales, de las siguientes de dos formas: (i) mediante procesos de reorganización societaria, que incluyen fusiones por absorción, en las que el adquirente absorbe a la sociedad objetivo y asume a título universal su situación jurídica, activos y pasivos, fusiones por constitución en la que ambas sociedades formen una nueva empresa, la escisión de bloques patrimoniales por la sociedad objetivo para ser absorbidos por la sociedad adquirente, entre otros; y, (ii) mediante una compraventa de acciones de la empresa objetivo o a través de una adquisición indirecta.

La función del Derecho en una adquisición debe consistir en proporcionar los elementos jurídicos necesarios para sostener el concepto económico que se encuentra detrás de toda toma de control; de tal forma que en la documentación a través de la cual se formaliza la adquisición, se recoja fielmente la voluntad de las personas que planearon, negociaron y calcularon económica-mente la viabilidad de dicha adquisición.

Como señala José María Álvarez Arjona, las empresas se han comprado siempre, lo que ha cambiado es la forma de esa adquisición la cual se ha sofisticado con el tiempo. En un primer momento, comprar una empresa no dife-ría de la compra de cualquier otro objeto; es decir, la persona que compraba acciones, en una empresa, tendría en cuenta a qué se dedicaba la sociedad cuyo control pretendía adquirir y haría una serie de cálculos para fijar el pre-cio, luego tomaría la decisión de comprar o no. Lo que no se usaba era hacer explícito en el contrato de compra los motivos, sustentos y razones sobre las que ha tomado tal decisión de comprar y articular una serie de mecanismos ju-rídicos para que, en el caso estas asunciones no fueran correctas, se pudiera dejar sin efecto el contrato, el comprador pudiera ser indemnizado, entre otras opciones, según lo pactado en el mismo contrato.

Lo que se señala en el párrafo anterior es que con la sofisticación de los contratos de compra, producto de los cambios en la forma de adquisición, la asignación de los riesgos que están presentes en todo cambio de control ha ido variando, lo que ha significado que las partes tengan que revelar mayor información la una a la otra y negociar más. Esto se debe a que la decisión de adquisición no se basa solo en la información puramente económica; sino que también se puede valer en asunciones como el mantenimiento del equipo directivo, de los clientes, entre otros. Lo anterior se entiende a partir de que lo que se compra no es solo acciones; sino que es un conjunto de elementos cuya unión se traduce en la capacidad de generar flujos de caja y lo que el

comprador quiere es justamente asegurar que tal sinergia permanezca luego del cambio de control.

Estas preocupaciones son más evidentes, en la mayoría de los casos, en las empresas de servicios cuyos clientes pueden tener una mayor relación con el dueño de la empresa que con la empresa misma, riesgo que todo comprador va a querer trasladar a su contraparte, obligándola a que firme contratos a largo plazo o modificar los existentes, por ejemplo negociando la inclusión de cláusulas de no competencia. Debido a ello, en los *due diligence* de empresas de servicios es importante revisar los contratos con los clientes que representen la mayor parte de los ingresos, la vigencia de los mismos y si existe alguna causal de resolución por cambio de control de la empresa.

De esta forma, habrá mayor negociación debido a que hay una contraposición de intereses; el interés del vendedor en no tener responsabilidades sobre lo que se vende y solo recibir el precio; y el interés del comprador en asegurarse la exactitud del modelo sobre el que ha basado su decisión de comprar; luego, se puede observar que hay riesgos —que, en principio, ninguna parte quiere asumir— a ser asignados. A lo anterior hay que añadir que el vendedor va a querer recibir el mayor precio posible por su empresa y el comprador va a buscar pagar el menor precio posible.²

3. EL PROCESO DE ADQUISICIÓN

En todo proceso adquisitivo, se decide, en primer lugar, el objeto de la compra. La empresa objeto de la compra puede estar prefijada (por ejemplo, si se desea comprar a un competidor), al igual que puede darse el caso en el cual sea el adquiriente el que esté prefijado (empresa que busca inversionistas con cierto *know-how*). De lo contrario, se procederá a buscar al adquiriente o transmitente, según sea el caso.

Luego, lo usual es que se firme una carta de intención (*Letter of Intent, LOI*) o memorando de entendimiento (*Memorandum of Understanding, MOU*), para regular el proceso de negociación. Una carta de intención, de acuerdo con ÁNGEL CARRASCO PERERA, es un documento en el que las partes de la negociación (i) declaran su compromiso/intención/deseo/oferta de comenzar o continuar una negociación que acabe con un acuerdo definitivo de compra; (ii) fijan los eventuales pactos alcanzados hasta el momento y los establecen como puntos de partida; (iii) delimitan el conjunto de puntos sobre los que se deberá alcanzar un acuerdo y, de ser el caso, se adelanta una cifra del precio a pagar; y, (iv) establecen reglas obligatorias de carácter temporal con objeto de ordenar el proceso de negociación futura.

2 ÁLVAREZ ARJONA, “La adquisición de empresas como objeto de negociación”, cit., pp. 45-49.

Como es posible prever, el precio constituye un elemento clave en toda operación de adquisición de empresas; ya que, por ejemplo, la contraprestación es uno de los elementos que más afecta la composición del contrato. Así, el precio es un requisito esencial si la operación de adquisición se lleva a cabo por un medio de compraventa.³

4. EL PRECIO Y SU DETERMINACIÓN

Entenderemos por precio, la contraprestación económica que recibe el vendedor por la cosa o derecho vendido. Además, ha de cumplir ciertos requisitos, ser determinado o determinable.

FRANCISCO PEÑA GONZÁLEZ señala que, según la reiterada jurisprudencia española⁴, la determinación del precio puede diferirse a un momento ulterior a la perfección del contrato, siempre que para su determinación no se requiera celebrar un nuevo contrato; es decir, las bases, según las cuales se va a determinar el precio, han de estar en el contrato de compra.

Además, hay que tomar en consideración que según el Código Civil peruano, la determinación del precio no puede ser dejada al arbitrio de una de las partes; de lo contrario, la compraventa sería nula. De esta manera, el precio tendrá que ser determinado o determinable; esto último supone que cuando aun no sea este precisado en el momento de la celebración del contrato, se pacte claramente los parámetros objetivos a partir de los cuales en un momento posterior se ha de llegar a determinar el precio.

Lo referido en el párrafo anterior tiene trascendencia práctica en el presente trabajo, porque cuando el precio, en todo o en parte, queda referido a algún concepto a ser determinado en el futuro, como beneficios antes de impuestos e intereses de ejercicios económicos futuros; la determinación de la cuantía de ese específico concepto de referencia para fijar el precio queda en gran medida en manos de una de las partes.

En el presente ejemplo, si el precio de compra de las acciones queda sujeto a un factor que dependa de los resultados de la empresa en el siguiente ejercicio, será el comprador de la empresa, quien ya habrá tomado control

3 ÁLVAREZ ARJONA, "La adquisición de empresas como objeto de negociación", cit., pp. 45-49.

4 El mencionado autor cita varias sentencia en las que se precisa lo siguiente: "es jurisprudencia de esta Sala que lo exigido en el artículo 1445 (del Código Civil español) sobre precio cierto no supone que cuantitativamente se precise en el momento del contrato, sino que basta que pueda determinarse aquél, y uno de los medios de determinación es la referencia a otra cosa". Otra sentencia decía: "debe tenerse en cuenta, además, que no es necesario para que el precio se tenga por cierto que se precise cuantitativamente en el momento de la celebración del contrato, siendo suficiente que pueda determinarse sin necesidad de un nuevo convenio entre los contratantes".

desde la celebración del contrato de compraventa, quien tendrá control sobre el factor que determinará el precio.

Esto crearía un incentivo en el comprador de perjudicar los resultados de la empresa en el ejercicio siguiente, a efectos de reducir el precio de compra que deberá pagar al comprador. En ese sentido, el comprador podría tomar acciones para endeudar a la compañía, o a ser más prudente en la contabilización de las cuentas por cobrar, que podrían no afectar a la empresa a largo plazo pero sí disminuirían los ingresos de la empresa en dicho ejercicio y, por tanto, el precio a ser pagado al vendedor. Tales decisiones serían legítimas a pesar de que disminuyen el precio al reducir los beneficios tomados como referencia para la determinación del precio de compra.

Debido a ello, es práctica habitual que las partes pacten el procedimiento para la determinación del beneficio, base del cálculo del precio, así como la definición exacta de los elementos que lo integran; así, por ejemplo, se suele pactar que el comprador no podrá alterar los principios contables y deberá aplicar los mismos de manera consistente durante los ejercicios económicos cuyos beneficios se toman para calcular el precio; se pacta el nivel máximo de endeudamiento en relación con los recursos propios; se pacta la eliminación de ciertos gastos como pagos a la matriz que disminuyen los beneficios. Incluso, la cifra puede llegar a ser determinada con arreglo a una carta de instrucciones a los auditores conforme a la cual estos determinan el importe, eliminando aquellos gastos o estableciendo períodos para aquellos ingresos que pueden ser más fácilmente manejados por el comprador en perjuicio del vendedor.

Luego, es posible concluir que el precio puede consistir total o parcialmente en una cantidad variable dependiendo del beneficio repartible o del beneficio operativo, o de los beneficios antes de impuestos e intereses, o de otro concepto o ratio financiero de la empresa. Así, el precio resultará determinado por aplicación de una fórmula matemática cuyas incógnitas se van despejando con el transcurso del tiempo y según los supuestos económicos acordados. En estos casos, el precio es determinable en el tiempo y, por tanto, está aplazado. En la práctica, de acuerdo con FRANCISCO PEÑA GONZÁLEZ, las partes dan instrucciones a un tercero independiente sobre cómo calcular la cifra de referencia para el precio variable.⁵

5. VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA Y EL EARN OUT

La valorización de una empresa es, fundamentalmente, una forma de medir la eficacia de la gestión realizada de la misma. Toda valoración es, en realidad, una estimación. No se puede pretender calcular el valor verdadero

⁵ PEÑA GONZÁLEZ, Francisco, "El precio y su determinación", En: *Fusiones y adquisiciones de empresas*, cit., pp. 417-430.

y definitivo. Esto se debe a que hay un valor objetivo, que es el que se precisa determinar que refiere al valor de la empresa en circunstancias normales dentro de su contexto, y un valor subjetivo que viene condicionado por los intereses del sujeto que valora.⁶ A partir de la valoración es que las partes efectivamente negociarán y hay que tomar en consideración que el resultado de la adquisición puede desembocar en un fracaso cuando, por ejemplo, el comprador subestime el valor de los activos o sobreestime el valor de la deuda de la empresa adquirida.

De esta manera, resaltamos que el valor que se le otorga a una empresa es un dato que puede llevar a que las negociaciones entre el comprador y vendedor fracasen si es que no se llega a un acuerdo. Lo usual sería pensar que ante este conflicto, las partes efectivamente rompan las negociaciones.

Sin embargo, los compradores y vendedores han creado diversas maneras de llegar a acuerdos sobre estos desacuerdos, es en estos casos que son usados mecanismos como las cuentas *escrow* y los *earn out*. Algo que resulta fundamental resaltar es que estos mecanismos no solucionan la controversia, sino que la posponen y condicionan pero hacen posible el cierre de la compra.

El *earn out* es una solución contractual en virtud de la cual se pueden solucionar los desafíos que puede representar la correcta valorización de una empresa. Precisamente estas cláusulas se crean como una forma de resolver la discrepancia generada con respecto al valor futuro del bien.

Un ejemplo nos va a permitir observar las virtudes en función de las cuales el *earn out* se presenta como una herramienta útil que permite que las negociaciones no se vean frustradas por una valoración distinta (lo que lleva a la estimación de un precio diferente) entre el comprador y vendedor.

En Inglaterra, los equipos de fútbol Bournemouth and Boscombe Athletic Football Club (en adelante, “Bournemouth”) y Manchester United Football Club (en adelante, “Manchester”) se encontraban interesados en realizar un contrato mediante el cual se transfería un jugador del primer club al segundo. Sin embargo, Bournemouth no se encontraba dispuesto a aceptar una oferta menor a 200,000 libras esterlinas, debido a las condiciones del jugador. Por otro lado, Manchester, quien obviamente no contaba con toda la información del jugador, en comparación con Bournemouth, solo se encontraba dispuesto a pagar 175,000 libras esterlinas⁷.

Es necesario tomar en consideración que la propuesta del Manchester estaba basada en que no sabía realmente cuál iba a ser el rendimiento del jugador en el futuro (valor futuro), lo que llevaba a que propusiera una cantidad

6 MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, McGraw-Hill, Madrid, 1993, pp. 62-63.

7 El ejemplo se encuentra en: ZUSMAN, Shoschana, “La buena fe contractual”, En: *Themis*, N.º 51, Lima, 2006.

menor y, a su vez, cuando el jugador dejara de pertenecer a Bournemouth este no iba a ser responsable por la falta de rendimiento de su exjugador.

Hasta este momento, se pensaría que al no estar las partes de acuerdo en relación al precio del bien, el contrato no se llegaría a celebrar. Sin embargo, el contrato se celebró. La solución a este desentendimiento inicial fue pactar una cláusula de *earn out*. El contrato se firmó de la siguiente manera: la transferencia se pactó las 175,000 libras esterlinas más 25,000 libras esterlinas, pagaderas siempre que el jugador metiera 20 goles en campeonatos de primera división.

Así, la cláusula de *earn out* es aquella que regula según a qué criterio es que se va a pagar el precio sujeto a condición (en el caso del ejemplo, sujeto a la condición suspensiva de que el jugador metiere 20 goles en campeonatos de primera división). Si bien, la cláusula ha resultado de gran utilidad; a pesar de ello, es fácil prever que no se trata de una cláusula simple, sino todo lo contrario, es una cláusula que tiene que ser redactada con mucho cuidado, previendo en lo posible todos los factores que pueden afectar la condición en función de la cual se vaya a determinar el precio futuro.

Esto se debe a que la cláusula de *earn out* no soluciona el conflicto, sino que lo pospone a un momento en el futuro en el cual las partes van a tener una mayor información que les permitirá verificar la correspondencia del valor que fue inicialmente estimado. Así, en el caso anterior, sucedió lo siguiente: antes de que el jugador metiera los 20 goles, el club vendió al jugador a otro club por 170,000 libras esterlinas. El club Bournemouth alegó la mala fe del Manchester y el incumplimiento de un término implícito de dar un tiempo prudencial al jugador para que metiera los 20 goles. La Corte no acogió la demanda, señalando que el Manchester no había actuado de mala fe. La posición del Bournemouth hubiera estado más protegida si el término no hubiera estado implícito.

Otro ejemplo en el que se usó un *earn out*, esta vez en Perú, fue un contrato de asesoría financiera entre una consultora y un banco con problemas financieros. El objeto del contrato era la valorización del banco y la estructuración de una operación financiera la cual implicaba la incorporación de un socio estratégico. El pago a la consultora se dividió en dos: un honorario fijo ascendente a 50,000 dólares de Estados Unidos de América (en adelante, dólares) y un honorario de éxito, el cual se pactó de la siguiente manera: “En caso que, por razón de la asesoría financiera de la consultora llegara a incorporarse un socio estratégico al banco, la consultora deja establecido que cobrará un monto adicional”⁸.

Los eventos se desarrollaron de la siguiente manera: la consultora comenzó a desarrollar el contrato de asesoría y el banco pagó el honorario fijo pactado. No obstante, a pesar de que dicha empresa organizó una licitación

8 ZUSMAN, Shoschana. “La buena fe contractual” cit., N.º 51.

para ubicar a un socio estratégico, no pudo lograrlo. Unos meses después, se expidió un Decreto Supremo que permitió que el Estado apoye económicamente el salvataje de empresas bancarias; es decir, que actúe como un socio estratégico. La posición del banco hubiera estado más protegida si se hubiera excluido claramente la dación de una norma legal.

El banco, según la norma anterior, realizó una operación de reorganización. La empresa consultora exigió al banco el pago del honorario de éxito, alegando que la operación se había efectuado como consecuencia de su trabajo y que, por lo tanto, le correspondía recibir dicho honorario. El banco respondió que la operación no era consecuencia de los servicios de la consultora y se llevó el conflicto a un arbitraje. El tribunal arbitral le dio una indemnización a la empresa consultora.

Los dos ejemplos mencionados sirven para reflejar que una cláusula de este tipo no es siempre recomendable, es más, nos atreveríamos a decir que el *earn out* debe ser usado con mucha precaución y como una solución a los casos en los cuales realmente las partes no puedan llegar a un acuerdo sobre el precio. Es fácil constatar que son cláusulas que llevan fácilmente a litigios si no están bien estructuradas.

La razón por la cual las partes pueden querer dejar de negociar precontractualmente es explicada por Alfredo Bullard⁹, quien entiende que la explicación desde el punto de vista económico es la siguiente: contratar cuesta, y contratar mejor y más completo cuesta más. Luego, el referido autor divide los costos de contratar en tres:

- a) Costos de búsqueda: Refiere al costo de identificar con quién y sobre qué contratar.
- b) Costos de arreglo: Son aquellos derivados del proceso de negociación y redacción de los términos contractuales, lo que incluye tiempo, honorarios de abogados, etc.
- c) Costos de ejecución: Costos de cumplir el contrato ya celebrado que va desde la ejecución de las garantías contractuales hasta los costos de los procesos judiciales y arbitrales que fueran necesarios.

Como es posible observar, mientras se invierta más en b), se aminorarán los costos que puedan surgir en c). El caso del *earn out* es el inverso, se reducen los costos de arreglo, pero aumentan los costos de ejecución. Por ese motivo y para evitar, en lo posible, altos costos luego de la ejecución del contrato, es necesario que el *earn out* sea pactado de manera muy cuidadosa.

9 BULLARD, Alfredo, "De acuerdo en que no estamos de acuerdo: análisis económico de la interpretación contractual", en *Revista de instituciones, ideas y mercados*, N.º 47, Buenos Aires, 2007, pp. 35-87.

6. FORMACIÓN DE UN *EARN OUT*

En primer lugar, hay que estructurar el *earn out*, esto implica determinar cuál es la forma más adecuada mediante la cual se va a calcular el monto final del mismo. Esto, de acuerdo con Fred Tannenbaum¹⁰, resulta de vital importancia, ya que se tiene que buscar una fórmula tal que se incentive a ambas partes por igual y lo más posible. Por ejemplo, lo que señala el autor es que los *earn out*, generalmente, comprometen más al vendedor, debido a que este ha aceptado un precio menor al que esperaba y depende de la *performance* de la empresa para recibir lo que él considera la parte faltante del precio.

Por esta razón, es que muchos compradores deciden pactar un *earn out* porque incentiva al vendedor a mantenerse activo luego del cierre de la transacción. Sin embargo, en estos casos, hay que tener cuidado; ya que si el vendedor se queda en la empresa, puede que busque rebajar los costos en los cuales incurra la empresa a corto plazo, para obtener utilidades mayores lo cual puede traer consecuencia adversa a largo plazo.

Además, se pueden crear otros incentivos perversos; es decir, puede llevar a los vendedores que permanezcan en la compañía vendida y actúen de mala fe, a inflar los ingresos de la compañía. Esto sucedió en Texas, Estados Unidos de América.

En marzo de 2001, Image Entry Inc. fue comprada por Source Corp Inc., en la transacción, se pactó un precio fijo de 32,8 millones de dólares y dos precios variables: uno por 11 millones de dólares sujeto a que se cumplan los objetivos de ingresos y un monto adicional de 25 millones de dólares si se excedían los anteriores índices de ingresos. Lo que sucedió es que Bill Deaton, fundador de Image Entry Inc. y gerente general de la misma, permaneció como parte de la compañía luego de vendida esta. Lo que Deaton admitió fue que infló los índices de ingresos, omitiendo –por ejemplo– realizar controles de calidad¹¹.

El problema anterior puede ser resuelto si se estipulan, de manera adecuada, las fórmulas a partir de las cuales se va a calcular el monto final del *earn out*. Para ello, existen diferentes aproximaciones las cuales varían de acuerdo con lo que quieran las partes. Algunas de estas aproximaciones se explicarán a continuación:

- a) *Earn out* en función de ingresos: Para la implementación de esta fórmula es necesario que se den procedimientos y políticas claras para el reconocimiento de los ingresos.

10 TANNENBAUM, Fred. "How to structure contingent purchase price provisions (Earnouts)", en: *The Practical Lawyer*, London, June 2010, pp. 33-43.

11 DEPARTMENT OF JUSTICE, *Office of public affairs, Former owner and CEO of Kentucky Business Pleads guilty for role in conspiracy to inflate personal earnings as part of purchase agreement*, Washington DC, 13 April 2013.

- b) *Earn out* en función de EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Esta fórmula puede cambiar de acuerdo con las necesidades especiales de la empresa. Por ejemplo, utilizar un EBIDA, es decir, no incluir los impuestos.
- c) *Earn out* en función de la utilidad bruta: Resulta ser la forma de cálculo más simple y con las oportunidades más reducidas para la manipulación. La discusión entre las partes se dará en el momento en que se tenga que decidir si el *earn out* comenzará a devengarse desde que se registre el primer ingreso o solo a partir de cierto monto, o si habrá un límite al monto total que puede alcanzar el *earn out*.
- d) Suceso de un evento específico: En este caso, los detalles de la negociación tienen que ser exhaustivos lo cual puede resultar siendo muy costoso.

Cualquiera sea la opción que elijan las partes lo que se necesita es que la fórmula esté claramente definida, que sea objetiva y fácil de medir, y que sea compatible con la naturaleza del negocio. Asimismo, se tienen que acordar las implicaciones presupuestales y que se llegue a un acuerdo sobre el sistema contable a ser usado, especialmente cuando puedan ser sujeto de manipulación.

En segundo lugar, se tiene que determinar el periodo para el *earn out* y la estructura para el pago. Ambos dependen, en gran medida, de la fórmula de medición que se elija; lo usual es que el plazo se encuentre entre un año y tres años. Los compradores, por lo general, quieren un periodo de tiempo más corto para no estar sujetos por mucho tiempo a las restricciones que el *earn out* puede implicar. Sin embargo, esto es relativo, porque ciertos compradores van a querer un tiempo mayor, dado que les permite tener más tiempo para realizar los pagos y, en los casos en que sea el vendedor el que maneja la compañía vendida, se reducen los riesgos de que este tome acciones en el corto plazo que perjudiquen a la compañía en el largo plazo.

En cuanto a la estructura de pagos, lo usual es que solo exista un pago en los periodos cortos y, que haya varios, en los plazos en los cuales el *earn out* se mantiene por varios años. Asimismo, los montos a pagar pueden ser fijos, un múltiplo del monto por el cual la compañía excede el objetivo del *earn out*, un porcentaje de la fórmula elegida (por ejemplo, una parte del EBITDA) u otra fórmula. Además, sobre todo en los casos donde el periodo de los *earn out* sea largo, se recomienda que exista una cláusula de aceleración de los pagos. Esta es conveniente para el vendedor y el comprador. Incluso, en el caso del vendedor, es conveniente pactar una suma que satisfaga cualquier suma de *earn out* debida.

La cláusula de aceleración está condicionada, generalmente, a la ocurrencia de ciertos eventos; por ejemplo:

- a) Venta de la compañía o de una parte sustancial de sus activos
- b) Incumplimiento de una de alguno de los deberes del comprador
- c) Despido del personal clave
- d) Quiebra o insolvencia del comprador

Del punto d) anterior se desprende que hay que tomar en consideración que el hecho que efectivamente se configure el pago del *earn out* no asegura su realización. Esto se observa específicamente en los casos donde que la compra se ha financiado por un préstamo bancario; ya que el interés del banco y el del comprador se contraponen. Vale la pena recordar que los bancos, muchas veces, restringen los pagos a los acreedores secundarios de su deudor. Por este motivo, es recomendable para el comprador que se den ciertas garantías para el pago. Lo que se recomienda es que las garantías sean de terceras partes.

Seguidamente, los compradores van a querer pactar también *reverse earn out* como una penalidad adicional si no se logran las metas de *earn out* pactadas. Por ejemplo: si el vendedor acepta una combinación de efectivo y pagarés, el monto principal del pagaré o el interés del mismo puede ser reducido si no se alcanza un mínimo del *performance* exigido; si alguna de las declaraciones o garantías son incumplidas; o si las ventas caen por debajo de cierto nivel.

7. CONCLUSIÓN

El *earn out* es una cláusula que puede ser usada como incentivo, equilibrador o mitigadora de riesgo. Como incentivo, el *earn out* puede ser usado como una forma de motivar al empresario vendedor para que permanezca en la dirección de la compañía y ayude a fortalecer el negocio luego del cierre o para asegurarse que los equipos de técnicos e ingenieros, por ejemplo, permanezcan en la empresa. Muchas veces, cuando una compañía cambia de control, su rendimiento baja porque se está ante una etapa de adaptación tanto de parte de la compañía al nuevo comprador como del nuevo comprador a la compañía; esto se puede acentuar si es que el personal clave decide retirarse de la misma; si se pacta un *earn out*, el vendedor va a estar motivado a buscar que el cambio no produzca un rendimiento menor, ya que de eso va a depender que él reciba luego un pago extra.

Luego, el *earn out* puede ser utilizado como un equilibrador, puede servir como una solución a las diferentes valoraciones que puedan tener las partes sobre el objeto de venta (como el ejemplo del jugador de fútbol de Bournemouth), particularmente cuando el vendedor siente que su capital o activos están siendo infravalorados. Finalmente, puede ser un mitigador de riesgo, debido a que puede servir para evitar pagos fijos elevados, en función a la valoración que pueda haber dado el vendedor. Esto es especialmente impor-

tante si el comprador tiene el futuro de la empresa, hasta cierto punto, como incierto.

A pesar de las ventajas antes señaladas, se ha observado que el *earn out* tiene que ser pactado teniendo en cuenta varios aspectos sobre todo futuros; esto con miras a que se deje la menor parte posible de la cláusula a la interpretación, ya que –de lo contrario– llevaría a un conflicto, como se vio en los ejemplos anteriores; es decir, hay que tomar en consideración que el conflicto que subyace a toda transacción¹² no se ha solucionado (en cuyo caso pactar un *earn out* sería altamente recomendable) sino que se ha pospuesto a futuro.

Los términos importantes al negociar una cláusula *earn out* son: (i) la fórmula a ser usada, pues hay que ver qué es lo que se está midiendo: por ejemplo las ventas brutas, los ingresos netos, un hecho (como la firma de un contrato), número de unidades vendidas, permanencia o aumento de la clientela, EBITDA, etc.; (ii) la duración del *earn out*; (iii) el mínimo y el máximo pago que puede ser otorgado como parte del precio a los vendedores; (iv) el control que pueden tener los vendedores luego del cierre, si permanecen en la compañía vendida, en qué puestos, si están en la posición de modificar presupuestos, balances, etc.; (v) los efectos que puedan tener los problemas financieros que se produzcan en la compañía vendida o en el caso de quiebra de la misma (habrá un *reverse earn out*).¹³

Finalmente, de acuerdo con ANDREW SHERMAN, otras cuestiones que tienen que tomarse también en consideración son las limitaciones que el vendedor puede pedir para asegurar que los objetivos son cumplidos, los cuales tendrán mayor importancia en los casos donde el vendedor ya no permanezca en la compañía; los derechos de auditoría e inspecciones que han de tener ambas partes; el plan de negocio y los puntos financieros de referencia los cuales han de ser razonables durante el periodo del *earn out*; el método y frecuencia de pago del *earn out* así como la forma de pago del mismo (puede ser pago en efectivo, capital, acciones, entre otros); y, finalmente, la relación del *earn out* con otras responsabilidades y asignaciones de riesgo del contrato de adquisición o riesgos del mercado en general.

8. BIBLIOGRAFÍA

ÁLVAREZ ARJONA, José María. “La adquisición de empresas como objeto de negociación”, en *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Thomson Aranzadi, Navarra, 2004.

12 Por un lado, está el comprador, quien quiere obtener la mayor ganancia por el bien que ofrece; en el otro lado se encuentra el vendedor, quien quiere conseguir el bien con la mínima inversión.

13 SHERMAN, Andrew, “The purchase agreement and relates legal documents”, en *M&A from A to Z*, 3^a ed., 2010, pp. 194 y 195.

BULLARD, Alfredo, “De acuerdo en que no estamos de acuerdo: Análisis económico de la interpretación contractual”, en *Revista de instituciones, ideas y mercados*, N.º 47, Buenos Aires, 2007.

DEPARTMENT OF JUSTICE, *Office of public affairs, Former owner and CEO of Kentucky Business Pleads guilty for role in conspiracy to inflate personal earnings as part of purchase agreement*, Washington DC, 13 April 2013.

MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, McGraw-Hill, Madrid, 1996.

PEÑA GONZÁLEZ, Francisco. “El precio y su determinación”, en *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Thomson Aranzadi, Navarra, 2004.

SHERMAN, Andrew, “The purchase agreement and relates legal documents”, En: *Merger & Acquisition from A to Z*, 3^a ed., New York, 2010.

TANNENBAUM, Fred. “How to structure contingent purchase price provisions (Earnouts)”, En: *The Practical Lawyer*, London, June 2010.

ZUSMAN, Shoschana, “La buena fe contractual”, En: *Themis*, N.º 51, Lima, 2006.

REFLEXIONES SOBRE EL CONTRATO DE COMPROVENTA DE EMPRESA Y LA RESPONSABILIDAD DEL VENDEDOR*

José Antonio Payet Puccio

Socio del Estudio Payet, Rey, Cauvi, Pérez & Mur
(Lima, Perú)**

Sumario:

1. Introducción.
2. La empresa como objeto indirecto de la compraventa.
3. Función del contrato de compraventa de empresa.
4. Las acciones y el precio.
5. Las declaraciones y garantías.
6. Obligación de indemnizar y límites a la responsabilidad.
7. Libertad contractual, buena fe y normas imperativas.
8. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

A raíz del crecimiento económico, la apertura del mercado, la creciente internacionalización de nuestra economía y el incremento de la inversión privada, las operaciones de compraventa de empresas son cada vez más frecuentes en nuestro mercado. No obstante la reciente crisis financiera internacional ha generado una reducción en el número y volumen de las operaciones, las adquisiciones y ventas de empresas en el Perú han alcanzado niveles sin precedentes en los últimos años¹. Esta tendencia trae nuevos retos para el ejercicio profesional de los abogados peruanos, pues implica el uso de nuevas figuras y metodologías contractuales; muchas de ellas provenientes del *Common Law*. De un tiempo a esta parte, es cada vez más frecuente escuchar en nuestra práctica profesional expresiones como *SPA* (*stock or share purchase agreement* – contrato de compraventa de acciones), *reps and warranties* (*representations and warranties* – representaciones y garantías), *convenants* (compromisos, u obligaciones), *indemnities* (indemnizaciones o indemnidades), *cuenta escrow* y otras tantas, que provienen del sistema

* Agradezco los comentarios de Juan Antonio Eguez y Domingo Rivarola.

** www.prc.com.pe

1 Ver, PAYET, Jose Antonio / PATRON, Carlos / CASTILLO, Susan, "Peru" in *the Mergers and Acquisition Review*, Law Business Research, Londres, 2009, pp. 438 y ss.

jurídico anglosajón, pero que son cada vez más de uso corriente en las transacciones de compraventa de empresas en el Perú.

Son varios los factores que explican este fenómeno. Por un lado, las operaciones de compraventa de empresas son frecuentemente transacciones con un importante componente multijurisdiccional. Muchas veces el comprador o el vendedor –y no es raro que ambos– son empresas de países distintos al nuestro. En ocasiones, la transferencia de una sociedad peruana es solo parte de una operación que se desarrolla simultáneamente en varias jurisdicciones y donde se vende un conjunto de sociedades con operaciones en diversos países. En estas operaciones, las partes tienen normalmente una experiencia significativa en materia de adquisiciones y ventas de sociedades. Ello hace que se involucren en la operación de abogados y asesores financieros habituados a realizar estas transacciones bajo los estándares de los mercados desarrollados lo cual supone la utilización de la metodología contractual de uso común a nivel internacional. Todo ello no es, sin embargo, ni el resultado de una imposición irrazonable, ni de un afán de imitación ciega. Los métodos contractuales, seguidos para la adquisición de empresas, son en verdad una respuesta a la realidad económica misma que subyace la transacción. Constituyen procedimientos contractuales que, si bien en ocasiones resultan ajenos a la tradición jurídica civil, son un medio idóneo para enfrentar y dar solución a la compleja problemática que plantea la compraventa de una realidad tan compleja y cambiante como una empresa.

La metodología contractual de una operación de adquisición empresarial tiene diversos elementos y componentes que se utilizan en distintos momentos del proceso de compra y que responden, en gran medida, a la práctica internacional en esta materia. Se trata, en verdad, de auténticos usos y costumbres mercantiles que, de alguna forma, norman y ordenan el proceso de adquisición: el acuerdo de confidencialidad, mediante el cual las partes protegen la reserva de la información que intercambiarán o que la empresa objetivo entregará para efectos de la posible operación; los acuerdos de intenciones, a través de los cuales se busca dejar constancia de elementos centrales de la transacción y/o del procedimiento y las etapas para llevarla adelante los cuales pueden tener parcialmente o no tener carácter vinculante; los procedimientos de *due diligence*, mediante los cuales el potencial adquirente busca cerciorarse de la existencia de los elementos que dan valor a la empresa y detectar los riesgos que esta puede tener; el contrato de compraventa en sí y los mecanismos de aseguramiento de la responsabilidad del vendedor, tales como cuentas escrow o la retención de parte del precio.

En este trabajo, nos centraremos en el contrato de compraventa de empresa y, específicamente, en la responsabilidad del vendedor conforme a este, que es un elemento central en el régimen jurídico de la venta de empresas. La complejidad de la empresa como realidad económica viva y cambiante, la cantidad de factores, muchos de ellos desconocidos o inciertos, que influyen

en el valor de la misma, los riesgos que pueden afectar su valor o que incluso pueden trasladarse al comprador y determinar una pérdida aún mayor que el valor de la empresa adquirida –como los riesgos reputacionales o los ambientales– la diferente posición del comprador y del vendedor con relación al acceso a información sobre esa realidad, el control que ostenta el vendedor sobre la empresa aún luego de alcanzado un acuerdo sobre cosa y precio, y antes de que se materialice la transferencia; son todos los elementos que generan riesgos en una operación de compraventa de empresas.

El contrato de compraventa se convierte, entonces, en el elemento central destinado a permitir a las partes a asignar entre sí tales riesgos. No se piense, sin embargo, que en una operación de compraventa de empresas la función del contrato es únicamente proteger al comprador de los riesgos de la operación. Si bien el contrato tienen una función protectora del comprador (lo que se refleja fundamentalmente en la estipulaciones sobre representaciones y garantías, y sobre la obligación de indemnizar), también tiene una función de protección respecto del vendedor, la que se materializa principalmente en las cláusulas limitativas de responsabilidad (mínimos y topes a la indemnización, plazos de reclamo, causas de reclamo, limitación de acciones disponibles).

No debe olvidarse, a este respecto, que la actividad empresarial es, por definición, una actividad de riesgo, en la cual, además, este está frecuentemente relacionado directamente con el retorno esperado (a más riesgo, más retorno esperado). Asimismo, por más que existe, sin duda, una gran asimetría informativa entre el comprador y el vendedor en cuanto a los riesgos de la empresa, el vendedor no conoce todos los riesgos de la compañía. Pueden existir hechos desconocidos para el vendedor (en el límite, una actuación criminal de funcionarios de la empresa, un envenenamiento de una fuente de agua, una defraudación tributaria) que podrían derivar en una gran pérdida de valor para la empresa. Asimismo, el comprador puede ser un experto en la industria en la que opera la empresa objetivo –con frecuencia lo es– y producto de su mayor experiencia puede incluso percibir riesgos potenciales que el vendedor no conoce. Por ello, los riesgos tienen valor y se intercambian de la misma forma que se intercambian acciones o dinero. Un vendedor puede estar dispuesto a aceptar un precio menor por su empresa en la medida que sus riesgos provenientes de la compraventa sean menores. El contrato de compraventa de empresa se convierte, entonces, en el medio por excelencia para asignar riesgos entre el comprador y el vendedor.

No obstante, la transferencia de una empresa puede llevarse a cabo de diversas formas jurídicas –desde el tradicional traspaso del negocio, con la cesión al comprador de los activos, pasivos y relaciones jurídicas de la empresa hasta las operaciones de reorganización societaria²– nos centraremos en

2 Ver, HERNANDO CEBRIA, Luis. *El contrato de compraventa de empresa*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2005.

nuestro análisis en el la transferencia de la empresa a través del contrato de compraventa de acciones. Esta modalidad es, por su simplicidad, la más usada en el mundo de los negocios y es, por tanto, el mecanismo por excelencia para la adquisición de empresas. Por lo demás, nos centraremos en el contrato de compraventa de acciones que se celebra como un medio para transferir la empresa –finalmente, su control o una capacidad decisoria en ella– y no a las meras adquisiciones de participaciones minoritarias que corresponden propiamente a inversiones financieras.

2. LA EMPRESA COMO OBJETO INDIRECTO DE LA COMPROVVENTA

A diferencia de la mayoría de las operaciones de compraventa que se realizan en el mercado –me refiero especialmente a las transacciones de consumo– las ventas de empresas no son normalmente operaciones simples y requieren un procedimiento y de unos acuerdos contractuales crecientemente sofisticados y complejos.

Ello deriva claramente de la naturaleza del objeto mismo de la entidad que es objeto de la transacción. Si bien desde el punto de vista jurídico, la adquisición de una empresa se instrumenta o realiza en la mayoría de los casos a través de la adquisición de acciones, operación que, en abstracto, no tiene nada de complicado, en realidad, la complejidad de la entidad “subyacente” a las acciones, la empresa, que es lo que en verdad quiere adquirir el comprador, hace que estas operaciones disten mucho del simple endoso de unos títulos valores o de la mera orden a una sociedad agente de bolsa para ejecutar una compraventa bursátil de acciones. En este tipo de operaciones, la compra de las acciones es solo el medio para adquirir la titularidad última de la empresa.

Como se sabe, la atribución a la sociedad anónima de personalidad jurídica –y, consecuentemente la capacidad de ser titular de derechos y obligaciones– hace que esta se convierta en la titular de una serie de relaciones jurídicas de propiedad, crediticias, de derecho público y de derecho privado, de una gran complejidad. La empresa en sí misma, como conjunto de bienes y actividades explotados bajo una dirección unitaria con la finalidad de generar beneficios, puede, en efecto, descomponerse en un conjunto de relaciones jurídicas. Como escribe Michael Jensen: “La sociedad anónima abierta es el nexo para un conjunto complejo de contratos voluntarios entre clientes, trabajadores, administradores, y los proveedores de materiales, capital y asunción del riesgo”.³ Estas relaciones jurídicas son la expresión legal de la empresa como entidad económica. Desde el punto de vista jurídico, la empresa es un conjunto de relaciones jurídicas (derechos reales, derechos crediticios, obliga-

3 JENSEN, Michael. *A Theory of the Firm*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 2000, p. 1.

ciones, posiciones litigiosas, relaciones de derecho público, etc.) de las cuales derivan los flujos de efectivo que al final de cuentas constituyen el valor de la empresa. La titularidad de la empresa implica la capacidad de dirigir la administración del negocio. Como escribió Coase hace más de setenta años, “Una empresa es un sistema de relaciones que surge cuando la dirección de los recursos depende de un empresario”.⁴ Y este empresario Coasiano es quien, además de controlar la empresa, tiene el derecho a recibir los flujos que esta genere, luego de pagar a sus acreedores.

La personificación legal de la sociedad anónima y la representación de la propiedad de esta en títulos valores negociables permite la transmisión de la titularidad de una realidad jurídica tan compleja como una empresa (es decir, en sustancia, del derecho a controlarla y a recibir los beneficios que genere), por un acto tan simple como el endoso de unos títulos o la anotación de su transferencia en una matrícula o registro. En efecto, como lo han señalado, Uría, Menéndez y García de Enterría, “la representación de las acciones por medio de títulos atiende a una permanente función dispositiva, al permitirse que la transmisión de los derechos de socio se produzca con la circulación del documento”.⁵ La institución del capital social y su representación mediante acciones –es decir la incorporación en valores negociables de los derechos residuales de los accionistas sobre los flujos financieros generados por la empresa y de sus derechos de control sobre el negocio– hace que la titularidad última del “nexo de contratos” del que habla Jensen pueda transmitirse como si fuera un solo bien de carácter circulatorio.

Sin embargo, la facilidad de la circulación de la acción no debe hacer perder de vista que lo que se está en verdad negociando son unidades de participación en una empresa, que es una realidad jurídica y económica de gran complejidad. En palabras de Miguel Ángel Albaladejo: “Las empresas no constituyen un objeto contractual ni sencillo niívoco. Su extenso y complejo substrato económico incluye diversos tipos de activos, tangibles e intangibles, pasivos exigibles y otros simplemente formales, expectativas, posiciones de mercado, etc. Por otro lado, las partes son conscientes de que la compra de las acciones de la compañía es un simple paso formal para tener entrada en el control y disposición del negocio que constituye el sustrato económico de la sociedad adquirida. En estos casos, la titularidad de las acciones no es la finalidad última del negocio...”⁶

4 COASE, Ronald. “The nature of the firm”, *Economica*, New Series, N.º 16, vol. 4, London, 1937, p. 36.

5 URÍA, Rodrigo / MENÉNDEZ, Aurelio / GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. “La sociedad Anónima: La acción en general”. En *Curso de Derecho Mercantil*, Civitas, Madrid, 1999, t. I, p. 819.

6 ALBALADEJO CAMPOY, Miguel Ángel. “Compraventa de empresas: Responsabilidad del vendedor”. En: *Instituto de Empresas*, Mimeo, p. 2.

CAP. IV

Por esta razón, las operaciones de adquisición donde se busca comprar o vender la totalidad o una parte significativa del capital de una sociedad, son, totalmente diferentes, desde el punto de vista del procedimiento de adquisición y del tipo de acuerdos y mecanismos contractuales a emplearse, que una simple adquisición de unas cuantas acciones realizada en la bolsa con fines de inversión pasiva. En este último caso, el comprador puede confiar de alguna manera en que la obligación de informar que pesa sobre los emisores de valores, objeto de oferta pública, así como el libre acceso de los emisores inversores al mercado; hace que la cotización bursátil sea probablemente el mejor reflejo posible, con la información disponible, del valor de la empresa. Ello no sucede en empresas cuyas acciones no son objeto de negociación en la bolsa, como tampoco en el de aquellas que, siendo sociedades cotizadas, carecen de la liquidez y la profundidad bursátil como para que la cotización represente una estimación fiable de valor. En estos casos, la asimetría informativa entre comprador y vendedor es especialmente acentuada, a la vez que la existencia de contrapartes perfectamente identificables (a diferencia de en la típica transacción bursátil, que es anónima) permite una negociación de términos contractuales *ad hoc* para cada operación.

Como lo explican Alejandro Puyá y Francisco Martínez, el que el objeto último de la adquisición sea una empresa en funcionamiento, “va a implicar de entrada que la transmisión de la empresa conlleve un proceso habitualmente complejo en el que, en la práctica, se van a suceder varias fases que van a dar lugar a su vez a distintos tipos de actos y documentos preparatorios (acuerdo de confidencialidad, de intenciones, informe de auditoría y *due diligence*, etc.) y que va a culminar con la negociación y suscripción de un contrato de compraventa, cuyo objeto inmediato lo constituirá, normalmente, las acciones o participaciones de la sociedad titular de la empresa que constituya el objeto mediato de dicho contrato”. Añaden estos autores que “Asimismo, el hecho de que el objeto último de la adquisición lo constituya la empresa y no meramente la sociedad o las acciones que la representan, va a tener un importante impacto en cuanto al tratamiento contractual de la transmisión de riesgos en relación con la cosa vendida propio de toda compraventa, hasta el punto que la cobertura de dichos riesgos va a constituir normalmente la parte más relevante del proceso de la adquisición de la compañía”.⁷

3. FUNCIÓN DEL CONTRATO DE COMPROVENTA DE EMPRESA

El contrato de compraventa de una empresa es fundamentalmente un mecanismo instrumental cuya función no solo es causar la transferencia de propiedad de la empresa al comprador. Este contrato es también un medio

⁷ PAYA PUJADO, Alejandro y MARTINEZ MAOTO, Francisco. “El sistema contractual”, En: *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2006, pp. 177 y ss.

para que el vendedor transmita información sobre los riesgos de la empresa al comprador y, asimismo, es el instrumento por medio del cual el comprador y vendedor asignan esos riesgos entre sí, determinando quién asume las posibles pérdidas o daños por su eventual materialización. El régimen de responsabilidad del vendedor establecido en el contrato de compraventa es el resultado de esa asignación. El vendedor responde por la materialización de los riesgos que quedaron a cargo de él conforme a lo pactado y no responde de los riesgos que se acordó que quedaran a cargo del comprador.

En este sentido, en el contrato de compraventa de empresas, la libertad contractual adquiere un papel fundamental; pues dicha asignación de riesgos es parte de una negociación *ad hoc* de las partes, más que de la simple aplicación de normas contenidas en el ordenamiento jurídico. Como lo señala Fernando Gómez Pomar: “muchos textos contractuales no son hoy simple documentación de las obligaciones principales de las partes, como presupone el código civil, y que ya el derecho dispositivo, o los usos, se encargarán de integrar. Son, por el contrario, complejas operaciones en las que las partes intercambian esencialmente información y predicciones de futuro sobre fenómenos de la realidad con múltiples dimensiones y aspectos”.⁸

La estructura y el contenido del típico contrato de compraventa de empresas proviene de la práctica jurídica anglosajona –el denominado “*stock purchase agreement*” o “*share purchase agreement*”– cuya utilización se ha ido extendiendo a las jurisdicciones de derecho civil. Esta utilización no se debe, reiteramos, a un simple afán de imitación irreflexiva; sino a la utilidad que representa este tipo de contrato para abordar los distintos riesgos que comprador y vendedor enfrentan al momento de la compraventa de una empresa. El contrato de compraventa de empresa no es, entonces, solo un *contrato* en el sentido más puro y dogmático del término –acuerdo de voluntades destinado a crear obligaciones de carácter patrimonial– sino que es un instrumento que tiene una función fundamental dentro del proceso de descubrimiento de información sobre la empresa por parte del comprador y un medio para que comprador y vendedor lancen y reciban señales sobre qué es importante para cada una de las partes y hasta dónde puede llegar cada una de ellas con la finalidad de alcanzar un acuerdo durante el proceso de negociación.

Es por esta razón que el contrato de compraventa de acciones no es solo un acuerdo destinado a establecer las condiciones de la transferencia de propiedad de las acciones al comprador; sino que se convierte en una verdadera descripción de la empresa subyacente que es el objeto indirecto de la venta, y de las obligaciones y responsabilidades del vendedor en caso que la empresa se aparte de dicha descripción. Es por eso también que, con frecuencia, el contrato de compraventa es también un instrumento para limitar la responsa-

⁸ GÓMEZ POMAR, Fernando. “El incumplimiento contractual en derecho español”. En: *InDret*, Barcelona, julio de 2007, p. 6. [Versión en línea <bit.ly/1ggKvs6>].

bilidad del vendedor. En este contexto, el proceso de negociación del contrato de compraventa no cumple solo una función meramente legal, sino que las idas y venidas de los borradores contractuales constituyen, a la misma vez, mecanismos de revelación de información sobre la empresa y de negociación comercial sobre la asignación de los riesgos de la operación.

Como se explica en las notas introductorias al *Model Stock Purchase Agreement* publicado por la *American Bar Association*, es frecuente que la negociación de un contrato de compraventa de empresa se inicie con el envío de un borrador del contrato por el comprador al vendedor.⁹ El comprador en una transacción puede obtener dos ventajas al enviar al vendedor un borrador de contrato extremadamente favorable a la posición compradora –es decir, en esencia, un contrato que tenga amplias representaciones y garantías, y exigentes obligaciones indemnizatorias– en lugar de un borrador más equilibrado que el vendedor pueda razonablemente aceptar. “Primero, las negociaciones podrán forzar a los Vendedores a revelar información significativa sobre las Sociedades Adquiridas, lo cual ayuda al Comprador a evaluar los beneficios y riesgos de la operación y establecer el precio. A este respecto, el primer borrador del Comprador sirve como un requerimiento de información y un medio para revelar esta... Segundo, el primer borrador establece la posición del Comprador en las negociaciones para la asignación del riesgo de contingencias tales como una futura responsabilidad ambiental o por accidentes. Un primer borrador razonable del Comprador establece que los Vendedores soportan la mayoría de los riesgos asociados con eventos o descubrimientos que directa o indirectamente se relacionen con el período anterior a la adquisición de la Compañía por el Comprador –aspectos que pueden ser materiales para el precio de la adquisición. Los Vendedores pueden responder que las contingencias desconocidas son riesgos inherentes a la operación de cualquier negocio y debieran ser soportadas por quien sea el propietario del negocio en el momento en que tales contingencias se materialicen. Con las líneas puestas de esta manera, las negociaciones comienzan”.¹⁰

Teniendo en cuenta esa función instrumental, el contenido típico del contrato de compraventa de empresas no solo incluye el acuerdo de cosa y precio que es esencial en toda compraventa, sino que aborda una serie de aspectos adicionales que responden a la estructura compleja de la transacción que subyace el documento. Así, el contrato regulará en detalle los hechos o eventos que deberán suceder para que se pueda materializar la compraventa en sí (es decir, las condiciones para el cierre), regulará la conducta de las partes durante el período entre la firma y el cierre (en el cual, de alguna manera, los

9 Esta no es una regla labrada en piedra y hay muchos casos –por ejemplo, cuando la venta se da en el marco de un concurso conducido por el vendedor– en que es la parte vendedora la que redacta el primer borrador del contrato.

10 AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Section of Business Law, Model Stock Purchase Agreement with Commentary*, EUA. 1995, pp. 9 y 10.

riesgos de la empresa han pasado al menos en parte al comprador, pero este aún no tiene los atributos de control del accionista), establecerá en detalle las características o cualidades de la empresa o, en general, los hechos o situaciones que una de las partes –en particular el vendedor– “garantiza” a la otra parte (las representaciones y garantías), establecerá la responsabilidad por la ausencia de estas cualidades o por otros hechos (la obligación de indemnizar) y fijará límites a la misma. Pueden existir también obligaciones de las partes posteriores al cierre, tales como las de confidencialidad, colaboración en determinados aspectos necesarios para la buena marcha de la empresa (por ejemplo, una licencia de marcas o el arrendamiento de un local, por el vendedor al comprador), así como obligaciones de no competencia del vendedor a favor del comprador.

Lo que las partes buscan con este documento es una regulación completa, exhaustiva, de la compraventa; de tal manera que se deje expresamente establecido qué características o cualidades de la empresa son garantizadas por el vendedor al comprador, cuáles los compromisos accesorios a la compraventa y cuáles son los alcances de la responsabilidad del vendedor. Con ello, las partes buscan eliminar la incertidumbre sobre quién responde de qué, evitando cualquier vacío que pueda producir ambigüedad al respecto. Se pretende que el entendimiento comercial de las partes sobre todos los aspectos de la transacción quede reflejado en el documento para evitar discusiones más adelante.

4. LAS ACCIONES Y EL PRECIO

En una compraventa de acciones, parecería que la cuestión de la cosa y el precio son bastante simples y de hecho la primera cláusula del contrato referida a la compraventa en sí frecuentemente lo es: los vendedores se obligan a transferir las acciones al comprador al momento del cierre; y este, al pago del precio pactado. Sin embargo, la cuestión puede no ser tan sencilla como parece a primera vista.

En primer lugar, siendo que el valor de la empresa depende de una serie de factores futuros, cuya ocurrencia es incierta, el comprador y el vendedor pueden naturalmente tener diferentes perspectivas al respecto y ello puede dificultar un acuerdo sobre el precio. Por ejemplo, el vendedor puede tener determinados estimados para el crecimiento del negocio o el éxito de un nuevo proyecto, estimados que el comprador puede no compartir por considerarlos excesivamente optimistas. Esta diferencia de perspectivas podría frustrar la realización de la operación. En este tipo de situaciones; es posible que las partes acuerden un precio preliminar para la compraventa pero prevean también que en un determinado plazo luego del cierre –incluso de varios años–, el precio se ajuste hacia arriba si se dan determinados supuestos previstos en el contrato que determinan un mayor valor para la empresa. Este tipo de

mecanismo –denominado “*earn out*”– permite tender un puente sobre la brecha que puede surgir ante una importante diferencia de percepción sobre las perspectivas de la empresa entre el comprador y el vendedor.¹¹ En este caso, siendo que el vendedor sigue participando en alguna medida de los riesgos del negocio de la empresa luego de la fecha de cierre, probablemente exigirá algún nivel de fiscalización o participación en la gestión, al menos en lo que puede impactar más directamente en su *earn out*.

Por otra parte, la existencia de un lapso de tiempo más o menos prolongado entre la firma del contrato y el cierre, o entre la fecha en que se llegó al acuerdo de precio y el cierre, hace que con frecuencia sea necesario establecer también cláusulas de ajuste del precio que busquen reflejar los cambios en la situación de la empresa en ese periodo. En muchos casos, el precio de la compraventa se establece en función de un determinado valor asignado a la empresa (*Total Enterprise Value*; TEV) del cual se deduce el importe de la deuda neta de la compañía, para llegar al valor de sus acciones (*Equity Value*). La deuda neta usualmente se define como deuda financiera de la empresa menos el efectivo y los equivalentes de efectivo. Siendo que la posición de endeudamiento y de caja de la compañía varía día a día; por lo que es sumamente difícil tener, en la fecha de cierre, el importe de la posición de deuda neta en esa misma fecha, con frecuencia se pacta el precio (como “precio preliminar”, sujeto a ajuste) a pagarse en la fecha de cierre con base en la cifra de deuda neta correspondiente a un periodo mensual anterior. Luego del cierre se procede a calcular la cifra real correspondiente a la fecha de cierre y a ajustar el precio en función del cálculo definitivo, debiendo, según sea el caso, el vendedor reembolsar parte del precio preliminar al comprador o este pagar una cifra mayor al vendedor. Otro ajuste similar es el referido al capital de trabajo (activo corriente menos pasivo corriente) cuya variación entre una determinada fecha de corte (la que se utilizó para fijar el precio) y la fecha de cierre también podrá dar lugar a un ajuste del precio (hacia arriba o hacia abajo) y a las consiguientes obligaciones de pago del comprador o del vendedor.

En los casos donde el contrato de compraventa se haya firmado sin que el comprador haya tenido oportunidad de realizar un *due diligence* con un cierto grado de profundidad, es posible también que se acuerde que el precio podrá ser ajustado antes del cierre como resultado de contingencias, pasivos ocultos u otros desmedros del valor de la empresa que se detecten en una revisión que el comprador realizará entre la fecha de firma y la fecha de cierre. Como se sabe, el *due diligence* es el proceso de revisión de carácter legal, financiero, contable y técnico que el comprador realiza respecto de la empresa objetivo con la finalidad de cerciorarse de su realidad. Como lo explica Darryl

11 Ver CAIN, Mathew / DENIS, David / DENIS, Diane. *Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements*, Krannert Graduate School of Management, Purdue University, 2010. [Versión descargable <bit.ly/1rYv5C7>]

Cooke, “el principal propósito del *due diligence* es obtener suficiente información sobre la compañía o negocio objetivo, incluyendo sus factores críticos de éxito y sus fortalezas y debilidades, para permitir al inversionista decidir su seguir adelante con la inversión y, de ser el caso, en qué términos”.¹²

Tanto en los casos de *earn outs* como en el de los ajustes producto de variaciones en la posición de deuda, de capital de trabajo de la empresa o de situaciones descubiertas durante el *due diligence*, se requieren estipulaciones contractuales que establezcan en detalle los mecanismos a través de los cuales se calculará el importe a pagar. Estas cláusulas incluyen frecuentemente fórmulas contables o financieras relativamente complejas y un sistema de determinación a cargo de un experto independiente (normalmente un auditor) en caso que las partes no estén de acuerdo con el importe del ajuste o del monto a pagar. Normalmente, las partes requieren que la decisión al respecto pueda adoptarse de una forma relativamente rápida y, dada la naturaleza financiera del cálculo, no consideran deseable un proceso de tipo judicial o incluso arbitral.

Es especialmente importante prever en el contrato la naturaleza de esta intervención. Siendo que la determinación se refiere al cálculo de parte del precio, podría considerarse que se está ante un supuesto de tercero integrador de la relación de contractual. En tal caso, de acuerdo con el artículo 1544 del Código Civil, serán de aplicación los artículos 1407 y 1408, lo que significa que si las partes establecieron que la determinación queda al mero arbitrio del tercero, esta solo sería impugnable de probarse la mala fe de dicho tercero. Asimismo, si no se hubiera acordado que la determinación queda al mero arbitrio del tercero, sino sujeta a ciertas reglas o instrucciones, lo que es lo más frecuente; se trataría de un arbitrio de equidad. En ambos casos, se trataría de un caso de tercero integrador de la relación contractual.¹³ En cambio, si la determinación se pacta como un sistema de resolución de una controversia contractual entre las partes, el tercero tendrá en carácter de árbitro y su determinación la naturaleza de laudo arbitral. Por esta razón, el proceso para la adopción de la decisión estará sujeto necesariamente a los requisitos constitucionales del debido proceso lo cual puede afectar su celeridad y el carácter final y definitivo de la decisión del perito dirimente y la determinación será susceptible de impugnación judicial como laudo arbitral. Finalmente, la determinación del tercero podría tener el carácter de informe pericial de acuerdo con lo previsto en la Décimotercera Disposición Complementaria del Decreto Legislativo N°1071. De allí la importancia de que quede claramente reflejada la naturaleza de la determinación a cargo del tercero en el contrato.

12 Ver COOKE, Darry / DUE Diligence, en HALE, Chris. *Private Equity: A Transactional Analysis*, Globe Business Publishing Limited, Londres, 2007, pp. 101 y ss.

13 DIEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, Luis. *El arbitrio de un tercero en los negocios jurídicos*, Bosch, Barcelona, 1957, pp. 125 y 126.

Por otro lado, es posible que el comprador no tenga interés en determinados activos de la empresa, objeto de la operación, o incluso en una línea de negocios o en determinada subsidiaria de la empresa. Asimismo, no es infrecuente que el comprador y el vendedor deseen que al momento de la transferencia de la empresa, no formen parte de esta determinadas relaciones jurídicas entre el propio vendedor o personas relacionadas con este y la empresa que es vendida (tales como, por ejemplo, préstamos de y a accionistas, contratos de arrendamiento, etc.). En este tipo de situaciones, frecuentemente sucede que el comprador y vendedor acuerden que tales activos, pasivos o negocios sean excluidos de la empresa para efectos de la venta. Muchas veces estos bienes quedan en poder del vendedor que luego los destina a otros fines. Esta exclusión puede tener efectos en el valor de la empresa y puede determinar (o no determinar, conforme se pacte) un ajuste al precio. Por otro lado, también puede tener influencia en el número de acciones objeto de la venta –por ejemplo, si se realizara una escisión con la consiguiente reducción de capital. En estos casos, además, con frecuencia, la realización de la exclusión de los activos se convierte en una condición para el cierre; aunque también hay ocasiones cuando su materialización se produce luego de este.

5. LAS DECLARACIONES Y GARANTÍAS

Las declaraciones y garantías, o representaciones y garantías, son aseveraciones sobre diversas circunstancias atinentes al vendedor, a la empresa objeto de la compraventa y al comprador, que las partes formulan en el contrato con la finalidad de asegurar y hacerse responsables, la una frente a la otra, de la realidad de los hechos que afirman. La función principal de las declaraciones y garantías es asegurar al comprador de la existencia de ciertas características de la empresa objeto de la venta –o al menos la creencia de buena fe del vendedor al respecto–, de forma tal que el comprador tenga derecho a ser resarcido por el vendedor en caso de falsedad. En palabras de Carrasco Perera, “Básicamente se quiere decir que el vendedor comunica al comprador una serie de circunstancias relativas a la empresa enajenada o a su entorno y le asegura que son ciertas.”¹⁴

Las declaraciones y garantías son parte de la metodología contractual propia del *Common Law* y obedecen a diversos factores propios de ese sistema. La inexistencia de un deber del vendedor de proporcionar información relevante al vendedor respecto de la cosa vendida y, consiguientemente, la ausencia de responsabilidad por la mera reticencia, así como las limitaciones de la responsabilidad extracontractual (*in tort*) por una representación falsa fuera de un contrato, hacen que el comprador requiera contar en el contrato y como parte de este con aseveraciones expresas respecto de las circuns-

14 CARRASCO PERERA, Ángel. “Las Representaciones y Garantías”. En: *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Aranzadi, Madrid, 2004, p. 346.

tancias de la empresa de las que requiere cerciorarse y por cuya existencia desea que el vendedor responda plenamente. Asimismo, al establecerse que la veracidad de dichas aseveraciones constituye una condición precedente para el cierre, se permite al comprador apartarse de la operación en caso la empresa no reúna las cualidades prometidas. Como lo señala Carrasco Perera: "Si el comprador quería asegurarse que las declaraciones hechas por el vendedor sobre los estados de cosas, relativos al bien vendido, que constituyan importantes preposiciones contractuales para aquel, debía procurar que el contrato se construyera (i) de forma que las representaciones quedasen incorporadas como elementos o bases del contrato, con el objeto que el acreedor estuviera facultado para obtener una compensación adecuada de los daños, y (ii) se cualificaran como cláusulas contractuales esenciales (*conditions*), para impedir que como simples *warranties*, quedaran privadas de la opción de rescisión."¹⁵

Al atribuirse contractualmente estos efectos a las declaraciones y garantías, el vendedor tendrá cuidado en no afirmar la existencia de situaciones de hecho que no sean ciertas. De esta manera, la negociación de las declaraciones y garantías se convierte en una importante palanca para que el comprador obtenga información sobre la empresa. Si el comprador le pide al vendedor que declare que la empresa no tiene contingencias tributarias y el vendedor le responde en forma evasiva o simplemente indica que no está dispuesto a hacer esa declaración; entonces, resultará claro para el comprador, que los aspectos fiscales constituyen un factor de riesgo de la transacción que debe ser analizado y tratado cuidadosamente en el contrato. Como lo explican los comentarios al *Model Stock Purchase Agreement* de la *American Bar Association*: "las representaciones del vendedor... son un mecanismo para obtener información sobre la Compañía Adquirida antes de la firma del acuerdo de adquisición. Un borrador exhaustivo del comprador extrae información sobre la Compañía Adquirida y sus negocios relevantes para la decisión del comprador de adquirir la compañía."¹⁶

Habida cuenta de que, en nuestro derecho, el principio general de la buena fe implica la existencia de un deber de información a cargo del vendedor cuyo incumplimiento puede dar lugar a responsabilidad, podría considerarse que no existe en el Derecho Civil con el mismo grado que en el *Common Law* la necesidad de incluir declaraciones y garantías, a fin de tener cobertura legal contra la ausencia de cualidades esperadas en la empresa. No obstante ello, la inserción de la cláusula de declaraciones y garantías, sumada una cláusula relacionada típica en el contrato de compraventa de empresa en el sentido que el vendedor no garantiza más cualidades o características de la empresa que las que se declaran expresamente en el contrato; hace que, a

15 CARRASCO PERERA. *Las representaciones y garantías*, cit., p. 349.

16 AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Section of Business Law*, cit., p. 47.

través de las declaraciones y garantías, comprador y vendedor puedan efectuar la asignación del riesgo en caso que ocurran desviaciones de la realidad de la empresa respecto de las expectativas declaradas por el comprador y aceptadas por el vendedor, en lugar de tener que reposar básicamente en el entendimiento de lo que es justo o equitativo, o de lo que razonablemente podía esperarse de una parte de buena fe, que haga en el futuro un juzgador. De allí la necesidad de esta regulación contractual.

Es importante subrayar, en este sentido, que la función de las declaraciones y garantías es actuar como verdaderos mecanismos de aseguramiento. Cuando el vendedor asegura que la empresa es titular de las licencias administrativas necesarias para la operación de sus negocios, responde frente al comprador en caso de que la realidad se desvíe de lo afirmado. Ello es independiente de que el vendedor haya o no tenido conocimiento de la falsedad de su declaración. Esto es así porque las declaraciones y garantías no son obligaciones contractuales, sino situaciones fácticas que una de las partes asegura a la otra y por cuya inexistencia se compromete a indemnizarla. La declaración opera de esa manera como un aseguramiento de la cualidad prometida.

De esta forma, el vendedor no requiere ser culpable –haber sabido o podido conocer la falsedad de la declaración– para responder por ella. El vendedor responderá simplemente porque aseguró la existencia de una cualidad, asumiendo para sí el riesgo de su inexistencia y garantizando al comprador plena cobertura contra dicho riesgo. En palabras de Carrasco Perera, “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 redhibitorio, como defecto oculto de la cosa vendida, la afirmación de la 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...”¹⁷. Se trata, a nuestro criterio, de una responsabilidad puramente objetiva (en rigor, de garantía) por la ausencia de las cualidades prometidas, no de una responsabilidad subjetiva con una culpa o imputabilidad presumida.

Es necesario en este punto moderar lo dicho anteriormente distinguiendo en las declaraciones y garantías contractuales entre aquellas que son afirmaciones directas de determinados hechos o circunstancias (“el vendedor declara y garantiza que la compañía es propietaria de los bienes inmuebles que se identifican en el Anexo XX, los cuales se encuentran libres de cargas y gravámenes”) de aquellas representaciones que constituyen meras afirmaciones de creencia (“el vendedor declara y garantiza que, a su leal saber y

17 CARRASCO PERERA. *Las representaciones y garantías*, cit., p. 379.

entender, la compañía ha cumplido fielmente con sus obligaciones tributarias, salvo en lo que se señala en el Anexo YY". Las declaraciones del segundo tipo se encuentran calificadas en función al conocimiento (*knowledge*) de quien las formula, de manera que solo serán falsas en caso que el conocimiento (real o imputado) de quien formula la declaración se desvíe de lo afirmado. Por ello, la cobertura que recibe el comprador a través de estas declaraciones es de menor intensidad.

En la negociación de un contrato de compraventa, el vendedor procurará introducir el calificativo de "conocimiento" en el mayor número posible de declaraciones; mientras que el comprador procurará lo contrario. En ocasiones, el punto de equilibrio se alcanzará a través de la definición contractual de lo que se entiende por conocimiento, expresión a la que no necesariamente se da el sentido de conocimiento efectivo del vendedor, sino de conocimiento imputado ("lo que el vendedor sabía o debía saber usando la diligencia razonable"). No es infrecuente, además, que se impute como conocimiento del vendedor el conocimiento de determinados funcionarios de la empresa, evitando así que un vendedor que no está involucrado directamente en la gestión pueda excusar su responsabilidad en la falta de conocimiento de la realidad del negocio.

Otra calificación que, con frecuencia, se introduce en algunas representaciones y garantías es la de materialidad. Lo que se busca con ello es que la declaración sea falsa solo si la desviación entre lo afirmado y la realidad (o la afectación a la empresa como resultado del objeto de dicha desviación) es de tal grado que pueda afectar sustancialmente a la compañía: "El vendedor declara y garantiza que la empresa se encuentra en situación de cumplimiento de todas las disposiciones legales y reglamentarias que le son aplicables, salvo en lo que no sea susceptible de afectarla adversamente en forma material". La noción de materialidad tiene un grado importante de ambigüedad, razón por la cual en algunos casos se busca precisarla a través del uso de cifras dinerarias. No obstante, un simple monto puede no capturar la totalidad de situaciones en las cuales la empresa puede ser afectada adversamente de manera significativa por un hecho.

a) Contenido

Las representaciones y garantías versan habitualmente sobre dos grandes categorías de hechos: circunstancias relativas al propio comprador o vendedor, según corresponda, y circunstancias referidas a las acciones y a la empresa objeto de la venta.

Siendo importantes las declaraciones del comprador y vendedor sobre sí mismos, el aspecto central de las declaraciones y garantías reside en las declaraciones sobre la empresa, objeto de la venta. Estas declaraciones son normalmente efectuadas por los vendedores; aunque pueden ser en algunos

casos realizados por la propia empresa. En este caso, sin embargo, deberá cuidarse que en la cláusula de indemnización del contrato, los vendedores se hagan responsables por la falsedad de las declaraciones formuladas por la compañía.

Las declaraciones y garantías frecuentemente incluyen referencias a anexos en los que se incluye información que complementa y hace veraz la declaración. Estos son los denominados *disclosure schedules*. Por ejemplo, la declaración sobre obligaciones tributarias tendrá una redacción tal como “La empresa ha cumplido oportunamente con sus obligaciones tributarias y no tiene más obligaciones tributarias que las que figuran en sus estados financieros, salvo por lo que se indica en el Anexo XX”. El Anexo XX, a su vez, contendrá típicamente una relación de situaciones o contingencias que podrían dar lugar al pago de tributos por parte de la empresa las cuales podrían o no haber sido ya objeto de determinación por la administración tributaria.

Al hacer la revelación, el vendedor evitirá ser responsable por falsedad de la declaración en caso que posteriormente se materialice alguna de las contingencias declaradas. Sin embargo, al revelar la existencia de la contingencia, permite al comprador también tomarla en cuenta en la determinación de su estimación del valor de la empresa y, por lo tanto, tal revelación podría afectar negativamente el precio. Dado que, como se ha señalado, muchas veces es difícil valorizar una contingencia; con frecuencia, en este tipo de situaciones, es posible que las partes acuerden que se mantenga la obligación de indemnizar del vendedor (ya no por vía de una declaración falsa, sino por un compromiso expreso en la sección de indemnidades) y se establezca un mecanismo de garantía (tal como una fianza bancaria o una cuenta *escrow*) que asegure el resarcimiento al comprador. De esta forma, este no tendrá por qué reducir el precio ofrecido por la existencia de la contingencia.

b) Ausencia de garantías implícitas

Un aspecto de particular importancia es la cuestión de la existencia o inexistencia de garantías implícitas en la compraventa de empresas. La intención de las partes es, con frecuencia, que los únicos supuestos de responsabilidad del vendedor frente al comprador sean los establecidos y previstos en el contrato y, consiguientemente, las partes buscan excluir la responsabilidad por garantías “implícitas”. En tal caso, será necesario dejar constancia de esa intención en una cláusula contractual, señalando que es voluntad de comprador y vendedor que las únicas características o cualidades de la empresa que el vendedor garantiza son las que se señalan expresamente en el contrato. Tal como se verá más adelante, sin embargo, la eficacia de esta cláusula puede verse afectada en ciertas circunstancias producto de la aplicación de normas imperativas.

c) Venta sin garantías

Como se ha visto, la extensión de las declaraciones y garantías depende fundamentalmente de la naturaleza y modalidad de la operación, pues se trata de un mecanismo de asignación de riesgos los cuales tienen un valor y un precio. En este sentido, existen también ocasiones en las que el vendedor y el comprador acuerdan que la venta se realiza con representaciones y garantías fuertemente limitadas lo cual se traducirá seguramente en un menor precio. En este sentido, el vendedor está dispuesto a aceptar un menor precio por la compañía; pero por vía de las menores declaraciones y garantías, ve limitada su responsabilidad.

Esta modalidad de compraventa se conoce habitualmente como la venta de una empresa *as is*, es decir, “como está y donde está”. Esta modalidad de compraventa resulta relativamente más frecuente en situaciones en las que el poder de negociación del vendedor es significativamente mayor, como por ejemplo en los casos donde hay múltiples interesados en la adquisición de la compañía. Igualmente, puede ser empleada en casos en los que la empresa objeto de la venta enfrenta dificultades financieras u operativas. Para el vendedor, la transferencia de la empresa es, en parte, una forma de salir de una actividad o una región donde no le ha ido particularmente bien, o de deshacerse de una empresa cuya tenencia u operación ha sido particularmente problemática. En este sentido, su prioridad, antes que maximizar el precio a recibir, puede ser minimizar los riesgos de la transacción y reducir las posibilidades de seguir teniendo que enfrentar problemas relacionados con la empresa objeto de la venta, ya no por vía de su propiedad sino a través de reclamos de responsabilidad por parte del comprador. Por su parte, el comprador, en estos casos, es con frecuencia un inversionista sofisticado (financiero o industrial) que confía en su capacidad de analizar y administrar riesgos y, por tanto, ve en esta modalidad de operación una oportunidad para realizar un retorno significativo.

d) Declaraciones y garantías, y obligaciones de saneamiento

Existe alguna discusión en la doctrina sobre la forma en la que resultan de aplicación las obligaciones de saneamiento establecidas por el Código Civil a los contratos de compraventa de acciones y su relación con las declaraciones y garantías. Algunos autores sostienen que debido a que la transferencia de las acciones tiene como finalidad la transferencia de la titularidad de la empresa al comprador, las obligaciones de saneamiento por vicios ocultos deben aplicarse considerando la realidad de la empresa en sí y no solo la de las acciones. Así, Puyá Pujado y Martínez Maroto señalan: “Este segundo tipo de compraventa (se refiere a aquella en la que se transfiere el control, no meras participaciones minoritarias) no es solo una compraventa de acciones o participaciones en la que el cumplimiento de las obligaciones contractuales se

límite al propio de la cesión de títulos o derechos incorporales (y se responda únicamente de la titularidad y de la legitimidad de las acciones o participaciones). Al contrario, la misma es una forma de compraventa de empresa (de “transmisión indirecta” de empresa, habla algún autor), por lo que las vicisitudes de los bienes “mediatamente” adquiridos resultan jurídicamente trascendentales. En consecuencia, su régimen jurídico debe determinarse atendiendo tanto a las vicisitudes de los bienes inmediatos como a las de los bienes mediados dado que, obviamente, el precio de las acciones y participaciones se determina en función del valor de los activos sociales. Esta es la razón por la cual a este tipo de compraventas se le debe aplicar por analogía algunas de las normas propias de la compraventa de establecimiento como, por ejemplo, las relativas a las garantías por evicción y por vicios ocultos”.¹⁸

Autores como Albaladejo Campoy y Carrasco Perera tienen una posición contraria. El primero señala, al respecto, que “No juegan en este caso directamente las normas antes citadas del Código Civil relativas a la evicción y saneamiento del vendedor, ya que estas normas harían referencia, en su caso, a vicios en el objeto directo de la compraventa que son las acciones de la sociedad vendida. Precisamente, este es uno de los motivos esenciales de la regulación “ad hoc” que se hace necesario incluir en el contrato. Dejar tan importante aspecto de las recíprocas obligaciones surgidas del contrato a la regulación supletoria del Código, significaría que solo los defectos de las acciones o participaciones –objeto único, “strictu sensu” de la compraventa– constituirían los motivos de reclamación en los casos de saneamiento o evicción”.¹⁹ Carrasco Perera tiene la misma posición: “En una venta de acciones, lo que el vendedor garantiza por ley (art. 1984 CC español) es que el objeto vendido (*shares*) no tenga defectos ocultos... Los activos de la empresa vendida no están incluidos en la garantía, pues tales activos no son objeto de la venta. Las distintas disfunciones y contingencias que pueden afectar a estos activos no afectan la cosa vendida (*shares*), en cuanto vicio, salvo que supongan un gravamen oculto o una disminución grave del valor de estas acciones”.²⁰

Aunque la cuestión es debatible, me inclino por la segunda posición. En la adquisición de una empresa por vía de la compraventa de acciones, las obligaciones de saneamiento recaen en las acciones, que son el bien objeto del contrato. En mi opinión, no cabe considerar que se produce un supuesto de evicción cuando la sociedad emisora de las acciones es privada del dominio de algún bien que tenía al momento de la compraventa de sus acciones. Podría eventualmente considerarse aplicable el saneamiento por vicio oculto cuando la realidad de la empresa tiene graves problemas que impliquen una

18 PAYA PUJADO / MARTINEZ MAOTO. *El sistema contractual*, cit., p. 192.

19 ALBALADEJO CAMPOY. *Compraventa de empresas: responsabilidad del vendedor*, cit., p. 2.

20 CARRASCO PERERA. *Las representaciones y garantías*, cit., p. 354.

significativa disminución del valor de las acciones. Sin embargo, ello podría llevar a desnaturalizar el concepto de vicio oculto.

Esta dificultad es reconocida, en forma general, por la doctrina antes citada, que justifica la necesidad de incluir declaraciones y garantías en el contrato de compraventa de empresa precisamente en las dificultades que tendría aplicar la doctrina del saneamiento por vicios ocultos a la este tipo de transacciones.

Sin perjuicio de ello, sí creo que existe claramente una relación entre las declaraciones y garantías contenidas en un contrato de compraventa de acciones y las cualidades prometidas a que se refiere el artículo 1505 del Código Civil, conforme al cual: “Hay lugar al saneamiento cuando el bien carece de las cualidades prometidas por el transferente que le daban valor o lo hacían apto para la finalidad de la adquisición”. Las declaraciones y garantías referidas a la empresa que hace el vendedor podrían considerarse como “cualidades prometidas por el transferente”. respecto de las acciones objeto de la compraventa. Si bien dichas declaraciones se refieren en forma inmediata a la empresa, constituyen precisamente las cualidades que le dan valor a las acciones, que son el bien objeto de transferencia.

Sin embargo, algunos aspectos de la regulación legal del saneamiento resultan claramente inadecuados para canalizar la responsabilidad del vendedor en la compraventa de empresa. En particular, si bien el artículo 1489 del Código Civil permite a las partes ampliar, restringir o suprimir la obligación de saneamiento dentro de los límites del artículo 1528; el mismo Código establece un plazo de caducidad de tres meses para las acciones estimatoria y redhibitoria el cual es absolutamente insuficiente para la responsabilidad por falsedad de declaraciones y garantías sobre una empresa. Ello hace que sea recomendable incluir en el contrato de compraventa de empresa una estipulación que contenga la declaración de voluntad de las partes respecto de la aplicación del saneamiento por falta de cualidades prometidas y su relación con las declaraciones y garantías contenidas en el contrato, para evitar que se pretenda luego aplicar estos cortísimos plazos de caducidad a un reclamo por falsedad de las declaraciones contractuales. Nada impide a las partes construir un régimen de garantías contractuales paralelo e independiente a las obligaciones de saneamiento. Una declaración expresa en ese sentido podría evitar potenciales problemas de interpretación.

e) Dimensión temporal

La dimensión temporal de las declaraciones y garantías tiene estrecha relación con la transferencia del riesgo de la empresa al comprador. El vendedor declara y garantiza la situación de la empresa no solo al momento de la firma del contrato de compraventa, sino también al momento de la entrega de la empresa al comprador. Este pacto puede evidenciarse en el texto mismo de

las garantías, señalándose que el vendedor declara y garantiza la veracidad de los siguientes hechos “al momento de la firma del contrato y en la fecha de cierre”. En algunos casos, para evidenciar claramente el factor temporal de la garantía, se establece, en el contrato, la obligación del vendedor de entregar al comprador un certificado repitiendo sus declaraciones y garantías en la fecha de cierre (este es el denominado “*bring down certificate*”).

Como consecuencia de todo ello, el vendedor se hace responsable de la falta de adecuación entre la empresa, tal como es al momento de la transferencia de propiedad de las acciones (el cierre) y lo declarado en el contrato de compraventa. Esta responsabilidad abarca los daños que ocurrán luego de la transferencia de propiedad, pero que se originen en la falta de conformidad entre la realidad de la empresa al momento del cierre y lo declarado por el vendedor. En cambio, el vendedor no responderá por daños o pérdidas que sufra la empresa, luego de la fecha de cierre y que no sean consecuencia de una discrepancia entre la empresa y las declaraciones del vendedor en la fecha de cierre. Como la empresa es una realidad viva y cambiante, es posible por supuesto que las declaraciones del vendedor hayan sido ciertas al momento de la firma del contrato de compraventa, pero que después haya sucedido algo, antes del cierre, que modifique la situación. En este caso, en la medida que el cambio determine la falsedad de una declaración, el vendedor responderá de los daños que se deriven de ello.

6. OBLIGACIÓN DE INDEMNIZAR Y LÍMITES A LA RESPONSABILIDAD

La regulación de las obligaciones de indemnizar del vendedor y los límites a su responsabilidad constituye uno de los aspectos centrales del contrato de compraventa de empresas. Como se ha visto, el contrato de compraventa cumple fundamentalmente una función de asignación de riesgos entre comprador y vendedor. A través de la regulación de los supuestos de responsabilidad del vendedor y el establecimiento de límites monetarios y temporales a su responsabilidad, esta cláusula se convierte en una de las piezas básicas de dicha asignación, hasta el punto en que puede volver ilusoria la protección que el comprador busca a través de la cláusula de declaraciones y garantías. Por ello, esta cláusula es, con frecuencia, una de las más negociadas en el contrato de compraventa y su contenido será finalmente el punto de cierre del acuerdo de asignación de riesgos entre comprador y vendedor. Como lo señalan los comentarios al *Model Stock Purchase Agreement* de la *American Bar Association*, “El conflicto entre el deseo del Comprador por contar con protección y el deseo del Vendedor de no tener una responsabilidad continuada por una empresa que ya no le pertenece, con frecuencia da lugar a una intensa negociación. Por ello, no existe algo como un conjunto estándar de cláusulas indemnizatorias. Sin embargo, sí existe un conjunto estándar de

temas que deben ser tratados en las cláusulas indemnizatorias de un contrato de compraventa”²¹.

Normalmente, el contrato de compraventa contendrá una regulación exhaustiva de los supuestos de responsabilidad del vendedor y de los límites a esta. Esta regulación comprenderá, en primer lugar, una enumeración de los supuestos que podrán dar lugar a la responsabilidad del vendedor. Estos típicamente comprenden: i) la falsedad de las declaraciones y garantías del vendedor; ii) el incumplimiento por parte del vendedor de cualquiera de sus obligaciones previstas en el contrato, incluyendo las obligaciones a ser cumplidas en el cierre así como las obligaciones complementarias; y iii) la obligación del vendedor de indemnizar al comprador por ciertos daños que no deriven ni de la falsedad de una declaración ni de un incumplimiento de obligaciones, como sería el caso de la materialización de una contingencia declarada por el vendedor al comprador, pero cuyo riesgo las partes han convenido que sea asumido por la parte vendedora.

En segundo lugar, el contrato establecerá el contenido de la obligación de indemnizar del vendedor. A través de esta regulación, las partes establecerán cuál es la extensión del daño indemnizable y los requisitos que deben cumplirse para que proceda una indemnización. Por ejemplo, una mera contingencia no sería normalmente indemnizable, requiriéndose que se materialice una pérdida para la empresa. Sin embargo, las partes podrán prever que desde la ocurrencia de un reclamo de tercero que pueda dar lugar a un daño indemnizable, el vendedor deberá asumir los costos de la defensa de la empresa. En este aspecto –y atendiendo también al interés del vendedor de que haya una adecuada defensa de la empresa ante un reclamo que puede dar lugar a indemnización– muchas veces se establece, en el contrato, un procedimiento detallado conforme al cual el comprador debe notificar al vendedor, apenas tenga conocimiento de un hecho que pueda dar lugar a un daño indemnizable y se regula los mecanismos para la defensa de la empresa en el caso de procesos iniciados por terceros.

El monto de la indemnización es típicamente el importe monetario total de la pérdida sufrida por la empresa. Por ejemplo, si la empresa es privada de un activo cuya titularidad garantizó el vendedor, el importe de la indemnización será el valor de dicho activo. A ello, se deberá sumar los gastos de defensa, intereses y otros componentes accesorios. En el contrato, se puede regular si la indemnización debe verse limitada al valor de la pérdida en sí o si debe incluir el lucro cesante o conceptos equivalentes. Por ejemplo, en los casos donde el precio de la empresa corresponde a un múltiplo de su patrimonio o de sus resultados; si se descubre después que el patrimonio o los resultados eran menores en un importe determinado producto de una falsedad en los estados financieros, ¿corresponde que se indemnice al comprador solo por el

21 AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Section of Business Law*, cit., p. 183.

importe en el que se sobreestimó el patrimonio o la utilidad, o por el resultado de multiplicar dicha suma por el múltiplo con el que se calculó el precio de la empresa?

Normalmente, la indemnización comprende el 100% de la pérdida o el daño sufrido por la empresa, sujeto a los límites cuantitativos que se prevea en el contrato. Sin embargo, en los casos donde la compraventa no está referida al 100% de las acciones de la empresa, los vendedores pueden argumentar que su responsabilidad deberá estar limitada a un porcentaje de la pérdida equivalente a la proporción del capital social que es objeto de la venta. De otro lado, en los casos en los que existen varios vendedores, uno de los puntos, que será probablemente objeto de intensa negociación, será si la obligación de indemnizar tendrá carácter solidario o no.

- **Límites a la responsabilidad**

Las limitaciones a la responsabilidad del vendedor, previstas en un contrato de compraventa de acciones, son normalmente pactadas con referencia a la responsabilidad derivada de la falsedad de las declaraciones y garantías sobre la empresa. Usualmente, tales limitaciones están relacionadas con tres aspectos claramente distinguibles. El primero, tiene que ver con las acciones o remedios que el comprador podrá exigir al vendedor. El segundo, corresponde a las limitaciones cuantitativas a la responsabilidad; y el tercero, a las limitaciones temporales. Finalmente, el contrato establecerá también habitualmente los supuestos en los que no serán de aplicación las limitaciones pactadas.

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. Con ello, la cláusula busca eliminar la posibilidad de que el contrato sea resuelto luego del cierre y que el vendedor se vea en la situación de tener que recibir nuevamente la propiedad de las acciones y el control de la empresa. La intención es que el contrato pueda ser resuelto antes del cierre, pero no luego de este.

Siendo esta la intención de las partes, es importante tener presente, no obstante, las doctrinas relacionadas con los vicios de la voluntad –esencialmente el error y el dolo– que pueden determinar que, en algunos casos, el comprador pueda optar por la anulación del contrato. En efecto, como se sabe, el artículo 201 del Código Civil permite la anulación de un acto por error cuando este sea esencial y conocible por la otra parte. Uno de los casos de error esencial previstos por el Código es aquel que recae sobre “una cualidad del objeto del acto que, de acuerdo con la apreciación general o en relación a

las circunstancias, debe considerarse determinante de la voluntad".²² De otro lado, el error es conocible por la otra parte "cuando, en relación al contenido, a las circunstancias del acto o a la calidad de las partes, una persona de normal diligencia hubiese podido advertirlo".²³

La ausencia de veracidad en una declaración del vendedor sobre la empresa, cuya falsedad no sea conocida por el comprador, puede dar lugar un error en este sobre una "cualidad del objeto del acto". En caso que el vendedor hubiera podido advertir la falsedad de su declaración utilizando la diligencia ordinaria, el error sería conocible. Por tanto, para la procedencia de la anulación de la compraventa, bastaría probar que el error, de acuerdo con la apreciación general o en relación a las circunstancias, debía considerarse determinante de la voluntad del comprador. 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.

El caso del error ocasionado por dolo tiene un matiz diferente, debido a que es difícil pensar que el ordenamiento admita la limitación de la responsabilidad de una parte (en este caso, el vendedor) que engaña a la contraparte para la celebración del contrato. El dolo es causal 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".²⁴ Como dice Galgano, "El dolo se diferencia del error motivo por la causa específica que ha provocado el error: en este caso uno de los contratantes es inducido a error por los engaños de que se ha valido el otro contratante o bien un tercero. Si los engaños han sido determinantes de la prestación del conocimiento, de modo tal que, sin ellos, la otra parte no habría contratado (el llamado dolo determinante), el contrato es anulable...; si, en cambio, este habría contratado igualmente, aunque bajo condiciones distintas (el llamado dolo incidental), el contrato será válido y el otro contratante deberá resarcir el daño sufrido...".²⁵

22 Código Civil, artículo 202, inciso 1.

23 Código Civil, artículo 203.

24 Código Civil, artículo 210.

25 GALGANO, Francesco, *El negocio jurídico*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2002, p. 306.

Si el dolo ha sido determinante de la voluntad, el contrato será anulable, no obstante, que las partes hayan pactado que la falsedad de las declaraciones del vendedor solo da lugar a indemnización. No creo posible que exista mayor discusión en ello en los casos de declaraciones contractuales cuya falsedad conoce la parte que las realiza. La dificultad, en este caso, se plantea a propósito del dolo omisivo, la reticencia y la eventual obligación del vendedor de revelar información relevante al comprador.

Por otro lado, la referencia a que la acción indemnizatoria es la única disponible luego del cierre en caso de falsedad de una declaración contractual, sin que quepa una acción de cumplimiento, para exigir que el vendedor adecúe la empresa objeto de la venta a lo declarado, resulta plenamente coherente, a mi criterio, con la naturaleza de las declaraciones y garantías sobre la empresa en el contrato de compraventa. 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.

En lo que corresponde a las limitaciones cuantitativas a la responsabilidad, el contrato con frecuencia establece un mecanismo de franquicia a través del cual los daños cuya entidad económica no supere un determinado monto individual no resultan indemnizables. Asimismo, 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). En este caso, debe preverse asimismo si, superado el importe de la franquicia, los daños son indemnizables por solo el exceso o si más bien son compensables en su totalidad, es decir, “desde el primer dólar”. Los contratos establecen muchas veces también límites máximos a la indemnización (lo que se denomina un tope o “cap”). Este límite es de gran importancia para el vendedor, pues pone un límite absoluto a su responsabilidad. Por la misma razón, resulta central también para el comprador pues en la práctica, y salvo ciertas excepciones, lo puede dejar desprotegido frente a daños o pérdidas de cuantía importante.

En cuanto a los límites temporales, el contrato establece con frecuencia una especie de regulación convencional de la prescripción, conforme a la cual para hacer efectiva la responsabilidad del vendedor, el comprador debe notificar el reclamo que tenga dentro de un determinado plazo, contado habitualmente desde el cierre. Vencido dicho plazo, se entiende que la responsabilidad del vendedor por la falsedad de declaraciones y garantías que no hubieran sido objeto de reclamo se extingue. En idioma inglés, se utiliza la expresión “survival”, en el sentido que las declaraciones y garantías de los vendedores “sobreviven” el cierre por un determinado plazo. Si bien en el

Common Law esta cláusula tiene el objetivo principal de preservar el derecho a indemnización del comprador luego del cierre; en nuestro derecho, se utiliza fundamentalmente con la finalidad de evitar que el vendedor quede expuesto a reclamos del vendedor por todo el plazo de prescripción de la acción personal. En ocasiones, los plazos limitativos pactados son diferentes en función del tipo de daño que se pueda producir. Ello sucede, con frecuencia, en el caso de la responsabilidad por contingencias tributarias y laborales de la empresa, en las cuales muchas veces se establece plazos limitativos de responsabilidad mayores que para otro tipo de reclamos.

Resulta enteramente pertinente la advertencia que formula Carrasco Perera, respecto a la redacción imprecisa y equívoca que, a veces, tiene esta cláusula de “survival”: “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 1964CC. 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. Es decir, las partes deberán acordar que a partir de determinada fecha se extinguirá toda la responsabilidad que el vendedor pueda haber contraído con motivo de tales Manifestaciones, salvo respecto a reclamaciones que ya hayan sido arbitral o judicialmente ejercitadas.”²⁶

Finalmente, es frecuente que en el contrato se prevea, conjuntamente con las limitaciones a la responsabilidad del vendedor, los supuestos en los cuales tales limitaciones no serán de aplicación. El primero y más general es el supuesto de dolo: en caso que la falsedad de una representación del vendedor haya sido dolosa, entonces no serán de aplicación los límites a la indemnización. Considero que aún cuando la inaplicación de las limitaciones no haya sido pactada a la responsabilidad en caso de dolo, el principio de la buena fe haría inexigible la limitación. Otros supuestos en los que suele excluirse la aplicación de los límites a la responsabilidad son los de falsedad de las representaciones sobre capacidad y debida representación o autorización de las partes o la titularidad de las acciones o gravámenes sobre ellas.

En este punto, es importante referirnos a lo previsto en el artículo 1328 del Código Civil, que señala que: “Es nula toda estipulación que excluya o limite la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable del deudor o de los terceros de quien este se valga”. La aplicación de esta disposición al supuesto de representaciones y garantías hechas por el vendedor sin conocimiento de su falsedad, aunque en forma culpable, podría ser problemática; ya que expondría al vendedor a una responsabilidad ilimitada, por el solo hecho de haber efectuado una declaración, a pesar de que la intención de las partes en

26 CARRASCO PERERA. *Las representaciones y garantías*, cit., p. 390.

el contrato haya sido que el vendedor garantice la calidad objeto de la declaración pero solo hasta un límite cuantitativo determinado. Sin embargo, en mi opinión, lo establecido en el artículo 1328 del Código Civil no es aplicable a la responsabilidad proveniente de la falsedad de las declaraciones y garantías; dado que no se trata, en este caso, de la responsabilidad proveniente de la inejecución de una obligación, sino de una garantía contractual.

7. LIBERTAD CONTRACTUAL, BUENA FE Y NORMAS IMPERATIVAS

La asunción en la que se basa la metodología utilizada en la compraventa de empresas es que las partes tienen absoluta libertad para fijar el contenido del contrato. Sin embargo, a diferencia del *Common Law*, este no es el caso en el Derecho Civil, donde la existencia de normas imperativas determinan límites a la libertad de las partes para fijar el contenido del contrato y el principio general de la buena fe permite siempre a la autoridad jurisdiccional introducir elementos de equidad no necesariamente previstos por las partes.

En efecto, uno de los problemas más importantes que suscita el uso de un modelo de contrato de compraventa proveniente del *Common Law* en jurisdicciones de Derecho Civil es el diferente papel que juega el derecho de contratos en cada caso. Como lo expresa Giuditta Cordero Moss: “El *Common Law* de los contratos está basado en principios de certidumbre y predictibilidad. Se asume que las partes pueden evaluar los riesgos concernientes a la transacción y proveer una regulación apropiada de la relación y de la asignación de los riesgos. El contrato, en consecuencia, se considera suficiente para regular las transacciones entre las partes. Nociones como la buena fe y la negociación equitativa no son necesarias para integrar la regulación acordada entre las partes; más aún, se consideran indeseables porque introducirían un elemento de discreción e incertidumbre que no es aceptable en los negocios y el comercio. El derecho de contratos en los sistemas Civiles, por el contrario, está preocupado por asegurarse que se alcance la justicia en el caso específico. El contrato se interpreta a la luz de principios implícitos de razonabilidad, buena fe y negociación equitativa (en distintos grados en los sistemas nacionales), permitiendo, por tanto, que se eviten soluciones injustas que podrían basarse en una interpretación literal del contrato. En verdad, con respecto a contratos comerciales, se espera que el juez aplique su discreción de manera restrictiva, dado que se asume que las partes tienen la capacidad y la disposición para evaluar y asumir los riesgos concernientes a la transacción. No obstante ello, una parte en un sistema Civil puede tener una cierta expectativa de interferencia de la ley aplicable, sea para integrar o para corregir la regulación contractual”.²⁷

27 CORDERO MOSS, “Giuditta international contracts between common law and civil law: is non-state law to be preferred. The difficulty of interpreting legal standards such as good faith”, en *Global Jurist*, vol. 7, Issue 1 (Advances), Article 3, 2007, p. 1. [Versión en línea <bit.ly/1rYJ1vO>].

En particular, la ausencia de un deber general de buena fe en el *Common Law* es la razón fundamental por la cual el comprador en una compraventa de empresa debe procurar que el contrato exprese, con detalle y precisión, el entendimiento que el comprador tiene respecto de la empresa que está adquiriendo. Como señala Cordero Moss, en el *Common Law* no existe, en forma general un deber de negociar de buena fe. De hecho, en una decisión de 1992 citada por esta autora, la Cámara de los Lores estableció que: “el *concepto de un deber de negociar de buena fe es inherentemente repugnante a la posición adversarial de las partes cuando están negociando*”.²⁸ La falta ausencia de un deber de buena fe, durante la etapa precontractual, hace que la parte vendedora no tenga obligación de proporcionar a la parte compradora la información material que pueda impactar el valor o los riesgos de la empresa objeto de la compraventa. Cordero Moss escribe al respecto que: “la falta de entrega a la otra parte de información relevante para la evaluación por esa parte del riesgo o el valor de la transacción no sería sancionada bajo la ley inglesa, dado que esta conducta no vulneraría un deber de lealtad entre las partes que no existe. Incluso la doctrina de *misrepresentation*, que a primera vista podría asumirse que es equivalente a un deber de actuar de buena fe durante negociaciones, no asegura los mismos resultados. El proporcionar información falsa a la otra parte durante las negociaciones puede dar lugar a responsabilidad civil extracontractual (*in tort*); sin embargo, el silencio no se considera información falsa. Retener información relevante durante las negociaciones, en consecuencia, no constituye una *misrepresentation* y las partes tienen libertad para mantener esa conducta sin consecuencias.”²⁹ En palabras de Treitel, “Como regla general, una persona que se dispone a celebrar un contrato no tiene ninguna obligación de revelar hechos materiales que son conocidos por ella pero no por la otra parte”.³⁰

Es por esta razón que el comprador, en un contrato de compraventa de empresa en el modelo del *Common Law*, debe insistir en que el contrato contenga exhaustivas declaraciones del vendedor sobre las características de la empresa que se vende. De esa forma, la falta de adecuación entre la realidad de la empresa y tales declaraciones permite fundar una reclamación. Por otro lado, el vendedor sabe que si no se incluye una declaración suya sobre determinado aspecto y no se ha hecho afirmación alguna al respecto, entonces no responderá por la falta de conformidad de la empresa a las expectativas del comprador al respecto, aun si el vendedor conoce tales expectativas o debiera razonablemente conocerlas. Incluso, bajo este modelo es lícito bajo ciertas circunstancias que, a través de una cláusula especial en el contrato, el vende-

28 CORDERO MOSS, *Giuditta International Contracts between Common law and Civil Law*, cit., p. 9, citando la decisión de Walford vs. Miles [1992] 1 All ER 453, House of Lords.

29 CORDERO MOSS, *Giuditta International Contracts between Common law and Civil Law*, cit., p. 10.

30 TREITEL, G.H., *The Law of Contract*, Sweet and Maxwell, Londres, 1995, p. 361.

dor pueda limitar su responsabilidad por la falsedad de información que haya dado al comprador durante la etapa precontractual. Las cortes de Delaware, por ejemplo, han afirmado la validez de estas limitaciones de responsabilidad, salvo en caso de dolo.³¹

En el Derecho Civil, la existencia del principio general de la buena fe crea obligaciones diferentes y más exigentes para las partes del contrato, incluso desde la etapa precontractual. 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.³² 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 del comprador de celebrar el contrato. Comentando el derecho alemán, Cordero Moss señala, en este, que la regla de la buena fe implica la existencia de un deber de cuidado hacia los derechos, cosas e intereses de la otra parte, no solo durante el cumplimiento del contrato, sino incluso durante la etapa de negociaciones. “Una de las obligaciones más importantes que surge en relación con este deber de cuidado 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”.³³

Con estrecha relación a lo ya señalado, es importante detenerse en el concepto de *dolo omisivo* y en su relación con el deber que puede incumbir a un vendedor de informar al comprador sobre determinados hechos relacionados a la empresa, objeto de la venta. Como lo expone Galgano, el tratamiento de la reticencia –la conducta de una parte que no comunica a la otra información que posee y que es relevante para la decisión contractual de esta– genera problemas complejos para “encontrar el punto de equilibrio entre el deber de información y el derecho a la reserva” y determinar “la frontera entre el deber de información que recae sobre una de las partes y la carga de autoinformación que incumbe a la otra”. Explica este autor: “Al contratante se le reconoce “el derecho de ocultar hechos que conciernen exclusivamente a la esfera individual”, como “el uso que hará del objeto adquirido, así como la utilidad del negocio”. De reticencias de este tipo se alimenta el comercio: estar obligados a comunicar cosas de este género impediría la celebración de los negocios. Quien compra un bien por un precio determinado, no comunicando al vendedor que ya tiene otro comprador que está dispuesto a pagar el triple, no incurre en dolo omisivo, aun cuando la circunstancia silenciada por él, si

31 LIPSHAW, Jeffrey M. “Of Fine Lines, Blunt Instruments, and Half-Truths: Business Acquisition Agreements and the Right to Lie”. En: *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 32, p. 32.

32 WIEACKER, Franz. *El Principio General de la Buena Fe*, Civitas, Madrid, 1977, p. 56.

33 CORDERO MOSS. *Giuditta International Contracts between Common Law and Civil Law*, cit., p. 13.

hubiera sido conocida por la contraparte, le habría inducido a no celebrar el contrato (en este caso se considera que el error respecto del valor, y consiguientemente la inducción a error respecto del valor, son irrelevantes). Sin embargo, el que compra por poco precio un viejo violín, silenciando que se ha dado cuenta de que lleva la firma de Stradivarius, estará expuesto desde luego a la acción de anulación del vendedor por dolo omisivo. Pues aquello que resulta oculto no se refiere al “secreto comercial” del comprador, sino a las condiciones esenciales de la cosa objeto de la adquisición”.³⁴

Personalmente no encuentro tan clara la distinción que hace Galgano –después de todo ¿por qué pagaría alguien tres veces más por el bien si no fuera por alguna cualidad o condición del mismo? Creo que lo que ilustra el ejemplo es más bien lo difícil que es trazar la línea entre lo que debe revelar el vendedor al comprador respecto de la empresa objeto de la venta y aquella información que el comprador legítimamente puede conservar en reserva. Los deberes de protección en la etapa precontractual, la reticencia y la institución del dolo omisivo –todos aplicaciones del principio de la buena fe– constituyen probablemente la diferencia más relevante entre el *Common Law* y los sistemas de Derecho Civil en materia de compraventa de empresas y demandan especial atención y cuidado en el ejercicio profesional en este campo.

En verdad, la aplicación de un modelo de contrato desarrollado para el *Common Law* como el *stock purchase agreement*, bajo una ley aplicable de Derecho Civil, crea dos tipos de problemas. Por un lado, puede existir una tensión –e incluso contradicciones– entre las reglas de responsabilidad previstas en el contrato para el vendedor y las normas contenidas en la ley aplicable para regular los mismos aspectos o aspectos similares. Asimismo, la existencia de normas de carácter imperativo puede afectar la validez de parte de las estipulaciones acordadas por las partes para regular la responsabilidad y asignar los riesgos relacionados con la compraventa.

Por otro lado, la existencia de un deber como el de buena fe hasta podría afectar la preservación de la común intención de las partes, en caso que la regulación contractual sea hecha como si dicho principio no existiera. Este principio tiene la fuerza de una norma imperativa y marca límites incluso a lo que las partes puedan acordar válidamente. Es de particular importancia, a este respecto, lo previsto por el artículo 1362 del Código Civil, en el sentido que “los contratos deben negociarse, celebrarse y ejecutarse según las reglas de la buena fe y común intención de las partes”. Como señala Manuel de la Puente, el artículo 1362 contiene una norma imperativa. “Esto determina –escribe– que el principio de la buena fe en la negociación, celebración y ejecución de los contratos sea irrenunciable, esto es, que no se trata de una norma susceptible de derivación por los particulares. No sería posible, pues, que las partes estipularan, al celebrar un contrato, que este no estará regido

34 GALGANO. *El negocio jurídico*, cit., pp. 309 y 310.

por las reglas de la buena fe, ni que la relación jurídica creada por el contrato no sería ejecutada de acuerdo con dichas reglas. La estipulación, en caso de existir, sería ineficaz, esto es no produciría efecto legal alguno”.³⁵

No considero que esta tensión entre *Common Law* y Derecho Civil haga desaconsejable utilizar el modelo contractual del *stock purchase agreement* en la compraventa de empresas y que se deba a pasar a reposar más en la regulación contenida en el Código Civil y en el principio general de la buena fe. Como se ha visto, esta metodología contractual responde a la naturaleza de las cosas y cumple funciones importantes en este tipo de transacciones. Sin embargo, lo que nunca debe perderse de vista es el diferente marco normativo en el cual dicho contrato de compraventa se va a desarrollar. En tal sentido, por ejemplo, las partes y sus asesores deben comprender que existen deberes durante la etapa precontractual –en particular el deber de revelar información relevante conocida por el vendedor– que, por derivar del principio general de la buena fe, difícilmente podrán ser dejados de lado por las partes incluso mediante estipulación expresa. Asimismo las partes no deben perder de vista que existen normas, tanto imperativas como supletorias, que establecen deberes y responsabilidades de las partes del contrato. El contrato debe contener las provisiones que establezcan claramente la intención de las partes teniendo en cuenta los efectos que el ordenamiento asigna a las declaraciones contractuales y que reflejen esa intención cuidando de no transgredir normas imperativas del ordenamiento.

Es interesante, en este sentido, la reflexión de Cordero Moss: “Está todavía por verse si esta contradicción [entre el modelo contractual del *Common Law* y el derecho civil] va a influir en la práctica contractual, haciéndola menos proclive a adoptar ciegamente los modelos del *Common Law*, o influir la aplicación del Derecho Civil, restringiendo la interferencia de la ley aplicable con la regulación contractual de relaciones comerciales. Por ahora, los contratos comerciales existen en esta contradicción, contando con evitar las consecuencias inesperadas de ello resolviendo fuera del poder judicial las controversias que pueden surgir de ellos. La disponibilidad del arbitraje como un medio de resolución de disputas relacionadas con contratos internacionales frecuentemente es mencionada como una solución a las posibles contradicciones entre la práctica contractual y las leyes aplicables nacionales. Sin embargo, incluso la elección del arbitraje no soluciona esta cuestión de una manera totalmente satisfactoria: los árbitros pueden tener un ámbito de acción mayor que los jueces nacionales, pero aún están obligados a aplicar la ley correctamente”.³⁶

35 DE LA PUENTE, Manuel. *El Contrato en general*, Palestra, Lima, 2001, t. I, p. 345.

36 CORDERO MOSS. “Giuditta international contracts between Common Law and Civil Law”, cit., p. 37.

8. BIBLIOGRAFÍA

- ALBALADEJO CAMPOY, Miguel Ángel. "Compraventa de empresas: Responsabilidad del vendedor", En: *Instituto de Empresas*, Mimeo.
- AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Section of Business Law*, Model Stock Purchase Agreement with Commentary, EUA, 1995.
- CAIN, Mathew / DENIS, David / DENIS, Diane. *Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements*, Krannert Graduate School of Management, Purdue University, 2010.
- CARRASCO PERERA, Ángel. "Las representaciones y garantías". En: *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Aranzadi, Madrid, 2004.
- COOKE, Darry / DUE Diligence, en HALE, Chris. *Private Equity: A Transactional Analysis*, Globe Business Publishing Limited, Londres, 2007.
- COASE, Ronald. "The Nature of the Firm", *Economica*, New Series, N.º 16, vol. 4, London, 1937.
- CORDERO MOSS. "Giuditta international contracts between common law and Civil Law: is non-state law to be preferred. The difficulty of interpreting legal standards such as good faith", en *Global Jurist*, vol. 7, Issue 1 (Advances), Article 3, 2007.
- DE LA PUENTE, Manuel. *El contrato en general*, Palestra, Lima, t. I, 2001.
- DIEZ-PICAZO y PONCE DE LEÓN, Luis, *El arbitrio de un tercero en los negocios jurídicos*, Bosch, Barcelona, 1957.
- GALGANO, Francesco. *El negocio jurídico*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2002.
- GÓMEZ POMAR, Fernando. "El incumplimiento contractual en derecho español", en *InDret*, Barcelona, Julio de 2007.
- HERNANDO CEBRIA, Luis. *El contrato de compraventa de empresa*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2005.
- JENSEN, Michael. *A Theory of the Firm*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 2000.
- LIPSHAW, Jeffrey M. "Of Fine Lines, Blunt Instruments, and Half-Truths: Business Acquisition Agreements and the Right to Lie". En: *Delaware Journal of Corporate Law*, N.º 2, vol. 32, Tulane Public Law, Research Paper N.º 06-13, 2007.
- PAYA PUJADO, Alejandro y MARTINEZ MAOTO, Francisco, "El sistema contractual". En: *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: Entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2006.
- PAYET, Jose Antonio / PATRON, Carlos / CASTILLO, Susan. "Peru" in *the Mergers and Acquisition Review*, Law Business Research, Londres, 2009.
- TREITEL, G.H.. *The Law of Contract*, Sweet and Maxwell, Londres, 1995.

URIA, Rodrigo / MENÉNDEZ, Aurelio / GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. "La Sociedad Anónima: La acción en general", en *Curso de Derecho Mercantil*, Civitas, Madrid, t. I, 1999.

WIEACKER, Franz. *El principio general de la buena fe*, Civitas, Madrid, 1977.

CONSIDERACIONES PRÁCTICAS RESPECTO AL RÉGIMEN DE INDEMNIZACIÓN EN EL MARCO DE UNA COMPROVENTA DE ACCIONES

Sergio Amiel Rodríguez-Carpi

Abogado por la Universidad de Lima. Máster en De-
recho Corporativo (LL.M.) por Harvard University.

Socio del Estudio Garrigues
(Lima, Perú)*

Sumario:

1. Introducción.
2. Calificaciones a las declaraciones y garantías.
3. Indemnizaciones específicas (*special indemnity*), limitación de tiempo y monto en las cláusulas de indemnización.
4. El procedimiento de reclamación
5. *Sandbagging* y *antisandbagging*.
6. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los temas más discutidos en el marco de una compraventa de acciones es lo relacionado al régimen indemnizatorio al que estarán sujetas las partes. Ello se debe a que el régimen indemnizatorio es el mecanismo legal a través del cual comprador y vendedor asignan entre sí riesgos.

Recordemos que, salvo que se trate de una compraventa “dónde está y como está”, lo dispuesto en el contrato de compraventa va a regular la relación entre comprador y vendedor por varios años. Por ello, resulta de vital importancia para las partes negociar y establecer claramente el régimen de indemnización a fin de regular las pautas que debe seguir cualquier reclamación y las condiciones para que esta sea válida.

Así, el principal objetivo del régimen de indemnización es establecer los mecanismos contractuales que permitan a las partes recuperar daños que hayan ocurrido luego del cierre de la adquisición relacionados, principalmente, con el incumplimiento de alguna obligación, el incumplimiento de las declaraciones y garantías, y reclamos de terceros.

* www.garrigues.com

El objetivo del presente artículo es resumir –desde un punto de vista práctico– las principales consideraciones que deben ser tomadas en cuenta al momento de negociar el régimen de indemnización, incluyendo lo referido a las calificaciones de las declaraciones y garantías, los límites a la indemnización (montos máximos, deducibles, etc.), el proceso de reclamación y los tipos de daños a ser reclamados. Al momento de negociar un contrato de compraventa de acciones, es particularmente relevante prestar atención a los detalles; cambios menores en definiciones típicas o calificaciones en declaraciones pueden tener, como veremos en el presente artículo, un efecto significativo en las expectativas de las partes.

El presente artículo no busca discutir las dos posiciones de cada tema relevante, sino se enfoca en analizar desde el punto de vista que mayor complejidad reviste –sea comprador o vendedor– los principales temas que no deben ser dejados de lado.

2. CALIFICACIONES A LAS DECLARACIONES Y GARANTÍAS

Debemos empezar por señalar la importancia que revisten las declaraciones y garantías en el marco de una compraventa. Las declaraciones y garantías sirven de guía al comprador respecto a la empresa y el negocio que está adquiriendo, asignándose en virtud a estas una serie de riesgos entre comprador y vendedor.¹ El riesgo de lo “desconocido” es normalmente asig-

1 Es importante destacar lo expuesto por José Antonio Payet, respecto a la existencia de responsabilidad objetiva por el incumplimiento de las declaraciones y garantías. Así señala que “(...) las declaraciones y garantías no son obligaciones contractuales, sino situaciones fácticas que una de las partes asegura a la otra y por cuya inexistencia se compromete a indemnizarla. La declaración opera, de esa manera, como un aseguramiento de calidad prometida.” Indica así que “[s]e trata a nuestro criterio, de una responsabilidad objetiva (en rigor, de garantía) por la ausencia de las cualidades prometidas, no de una responsabilidad subjetiva con una culpa o imputabilidad presumida”. PAYET PUCCIO, José Antonio, “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor”. En: *Ius et Veritas*, N.º 39, Lima, p. 78.

Enrique Barros y Nicolás Rojas al analizar desde el punto de vista del Derecho Civil chileno la responsabilidad por la falsedad de las declaraciones y garantías señalan “(...) las garantías que una parte otorga a la otra al celebrar un contrato pueden ser calificadas sin grandes dificultades como obligaciones de resultado en la tradición del derecho civil, porque su función no es obligarse a una cierta conducta futura, sino a que resulte efectivamente verdadero lo expresado por la parte e incorporado en el contrato.”

En esta misma línea, señalan que “las garantías se asimilan en el derecho civil a obligaciones de resultado, porque suponen una promesa que el declarante hace al acreedor de que la situación de hecho garantizada será efectivamente la afirmada y no una distinta. Respecto de este tipo de obligaciones, la presunción de culpa contractual instituida por la ley conduce a consecuencias similares a la responsabilidad estricta. Atendida la naturaleza jurídica de las garantías contractuales y el hecho de que su cumplimiento no depende de un determinado grado de esfuerzo o diligencia por parte del deudor, este no podría liberarse arguyendo que no ha incurrido en negligencia.” BARROS BOURIE, Enrique y ROJAS COVARRUBIAS, Nicolás, “Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales”, En: *Universidad de*

nado al comprador, dado que la falta de una declaración sobre un aspecto del negocio puede resultar en la inhabilidad del comprador para reclamar por ello.

Así, las declaraciones y garantías facilitan a las partes a llegar a acuerdos en situaciones de asimetría de información. Como señala Carrasco Perrera, “[...] a 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 (...). La razón de ello es doblemente concluyente. En primer lugar, la realización de una manifestación o representación cualquiera crea un riesgo directamente atribuible a la parte que lo hace, pues es esta la que sostiene la validez de una afirmación (...). En segundo lugar, quien representa un estado de hecho garantiza su existencia, y, por tanto, promete que existe o existirá un estado de cosas (...). 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.”²

A manera de ejemplo, las declaraciones y garantías interactúan con el régimen de indemnización, las condiciones para el cierre e inclusive como causal de resolución del contrato:

(a) Complemento a la auditoría legal y financiera: Las declaraciones y garantías son un complemento a la auditoría legal y financiera del comprador. En efecto, mediante las declaraciones y garantías, el comprador puede obtener información que desconocía o considerar relevante información a la que restaba importancia. Veamos algunos escenarios: (i) algunos compradores pueden tomar la resistencia del vendedor de dar una declaración estándar como indicio de la existencia de alguna posible contingencia³; (ii) el vendedor al preparar sus anexos de revelaciones⁴ puede incluir procesos que no habían

Chile, Santiago 2009, pp. 9 y 17. [Versión descargable <bit.ly/1oq6G9j>]. No obstante, la relevancia de la discusión respecto a si la declaración y garantía debe o no ser considerada como una obligación contractual y sus implicancias en el derecho de las partes a requerir una indemnización, consideramos que la misma puede –en gran medida– ser superada si es que las partes acuerdan claramente el régimen de indemnización (o de garantías) contractualmente. Es decir, se obliguen expresamente a resarcirse mutuamente ante la verificación de su falsedad o incorrección sin importar la existencia de culpa leve, dolo o negligencia grave. Ver nota al pie 17 para un ejemplo sobre el impacto de calificar a la declaración y garantía como una obligación contractual.

2 CARRASCO PERERA, Ángel, “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”. En: *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Arazandi, Madrid, 2004, p. 331.

3 Al respecto, Angel Carrasco destaca que: “Toda información que el comprador pida, y que el vendedor no suministre o sustituya por una *warranty*, constituye para el comprador presunción de que la verdad que encierra es negativa, y tenderá a reducir el precio.” CARRASCO PERERA, *Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento*, cit., p. 296.

4 En los “anexos de revelaciones” el vendedor normalmente lista aquellos hechos que de no ser revelados harían la declaración y garantía falsa o inexacta. Así, por ejemplo, el vendedor señalaría, “Salvo por lo indicado en los anexos de revelaciones, la compañía cuenta con todas las licencias y permisos necesarios para operar su negocio”.

sido antes revelados o que el comprador no había considerado materiales; o, (iii) el listado de información o documentación en los anexos de revelaciones puede confirmar los resultados de la auditoría legal y financiera.

- (b) **Condiciones de cierre:** En los casos en los que la firma del contrato de compraventa y la transferencia de las acciones y pago del precio (i.e. la fecha de cierre) no son simultáneos, las partes acordarán como condición del cierre el cumplimiento de ciertas condiciones precedentes. A manera de ejemplo, el comprador puede establecer como una de las condiciones para que se produzca la compraventa de acciones, que las declaraciones y garantías sean ciertas y exactas a la fecha del cierre. De esta forma, el comprador puede optar por no adquirir la empresa si las declaraciones y garantías son falsas o incorrectas en la fecha de cierre.⁵
- (c) **Resolución:** En esta misma línea, se pueden incluir como causal de resolución la falta de cumplimiento de las condiciones de cierre por la falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías. En algunos casos, las partes acuerdan establecer un periodo de cura a efectos de subsanar el hecho que generó el incumplimiento de la declaración y garantía.
- (d) **Indemnización:** Luego del cierre, vendedor o comprador pueden buscar una indemnización contra la otra parte ante la existencia de un daño relacionado con la falsedad o inexactitud de una declaración y garantía.

La más común de las reclamaciones por daños indemnizables es aquella proveniente de una declaración falsa o inexacta.⁶ Por ello, es importante evaluar el impacto en la asignación de riesgos de incluir calificaciones a tales declaraciones; en particular dado que en el Perú es frecuente que para efectos

-
- 5 Aunque escapa de los alcances de este artículo, hacemos notar que la forma como se establece la condición de cierre es altamente negociada. A manera de ejemplo, se podría establecer únicamente para el cierre mas no para efectos de los reclamos a ser realizados bajo el régimen de indemnización (i) que no exista un incumplimiento material en cada una de las declaraciones y garantías, tomando como no puestas las calificaciones incluidas en las mismas, o (ii) que no exista incumplimiento en las declaraciones y garantías (considerando como no puestas las calificaciones) que puedan, en conjunto, razonablemente causar un efecto sustancialmente adverso. Alternativamente se puede incluir la ausencia de un efecto materialmente adverso en la compañía como condición de cierre.
 - 6 El estudio efectuado por *Shareholder Representative Services*, en el que se analizaron más de 470 reclamos del 2007 al 2013 sujetos a ley extranjera, concluyó que 57% de los reclamos están relacionados con el incumplimiento de las declaraciones y garantías; mientras el 27% está relacionado a discusiones sobre el ajuste de precio. (*2013 SRS M&A Post Closing Claims Study*, p. 11 [Ver en línea <bit.ly/1gOgFjl>]).

de reclamar una indemnización no se excluyan las calificaciones al momento de determinar la existencia o no de un incumplimiento⁷.

El vendedor pueda calificar sus declaraciones principalmente con los siguientes criterios⁸:

(a) Conceptos de materialidad: Mediante la utilización de conceptos de materialidad, se puede limitar al comprador de reclamar aquello que no tenga o pueda razonablemente tener un impacto significativo o sustancial respecto a (i) lo afirmado en la declaración (e.g. cumplimiento de las leyes aplicables en todos sus aspectos sustanciales); y, (ii) el negocio que se está adquiriendo (e.g. la compañía ha cumplido con todas las leyes aplicables, salvo por aquellos incumplimientos que no tienen o razonablemente puedan tener un efecto sustancialmente adverso en la compañía).

Las calificaciones con conceptos de materialidad normalmente incorporan el término “material”, “relevante”, “sustancial” o “efecto materialmente adverso”⁹.

- 7 En contratos de compraventa sujetos a ley extranjera, es frecuente encontrar que las partes han acordado no tomar en cuenta las calificaciones de materialidad para efectos de la indemnización. En virtud a los denominados *double materiality scrapers*, las calificaciones de materialidad: (i) no son consideradas para efectos de la cláusula de indemnización; o, (ii) no son consideradas para calcular los daños. Así por ejemplo, si una declaración del comprador señalaba que la compañía está cumpliendo con las normas aplicables en todos sus aspectos materiales, para efectos de la indemnización se considerará que la declaración señala que la compañía está cumpliendo con las normas aplicables. De esa manera, en caso existan deducibles y/o montos mínimos para poder efectuar un reclamo, no existirá un doble examen para que el comprador pueda solicitar una indemnización; es decir no será necesario primero comprobar que la declaración era “materialmente” falsa; para recién poder luego determinar si el monto reclamado supera el deducible y/o el monto mínimo. Lógicamente existen variaciones del *materiality scraper* conforme al acuerdo al que las partes puedan llegar. Así, las partes pueden acordar considerar las calificaciones de materialidad únicamente para determinar si existe una declaración falsa; pero una vez determinada su falsedad, el comprador podrá reclamar una indemnización por daños sin límite cuantitativo (i.e. desde el primer dólar).
- 8 En el contrato de compraventa de acciones tanto el comprador y vendedor se otorgan mutuamente declaraciones y garantías; por tanto, ambos están sujetos a indemnizar a la parte contraria por la falsedad o incorrección de estas. El presente artículo analiza principalmente la dinámica del régimen de indemnización sobre la óptica de las declaraciones y garantías otorgadas por el vendedor; dado que las mismas son pieza clave en la asignación de riesgos respecto al objeto de venta y, por tanto, su incumplimiento es una de las principales materias controvertidas entre las partes.
- 9 La inclusión de una calificación de “efecto materialmente adverso” o (MAC o MAE por sus siglas en inglés) en las declaraciones es arduamente discutida por las partes, y en nuestra experiencia, muy pocas veces aceptada dado el efecto que tiene en el traslado de riesgos al comprador. Sin embargo, es común incluir como condición de cierre la ausencia de un efecto materialmente adverso en la compañía.

En términos generales, la definición de “efecto materialmente adverso” básicamente se refiere a “cualquier circunstancia, cambio o efecto en la situación legal, contable, económica,

Es importante destacar que, en el contexto de una disputa, puede resultar difícil para las partes determinar si la calificación de materialidad ha sido o no excedida. En tal sentido, en la práctica la utilización de una calificación de materialidad recae en la asunción de que las partes van a poder llegar a un acuerdo respecto al conflicto o que se sienten cómodas en que en el supuesto de que la calificación está siendo utilizada pueden existir pocas dudas respecto a si se verificó o no el supuesto de hecho.

Existen casos en los que las partes acuerdan incluir, dentro de la definición general de “efecto materialmente adverso”, un indicador cuantitativo como un ejemplo de aquello que pueda afectar materialmente a la empresa. Dicho indicador cuantitativo puede ciertamente otorgar mayor predictibilidad de qué tipo de incumplimiento genera un efecto material.

No obstante ello, calificaciones cuantitativas pueden también resultar inexactas según las circunstancias de cada caso. Por ejemplo, el costo de obtener una licencia puede tener un costo menor, pero su falta de obtención puede incidir materialmente en los prospectos de la compañía. Así, pueden existir casos en los que establecer un monto puede resultar arbitrario desde la perspectiva de una de las partes. Siendo ello así, en caso se incluya el concepto de “efecto materialmente adverso” y se busque incluir un criterio cuantitativo, es recomendable –en el caso del comprador– incluir este de forma referencial o como un criterio adicional para determinar la materialidad del evento, a fin de evitar caer en una situación donde el impacto monetario del incumplimiento es bajo, pero su consecuencia puede resultar ser sustancial para el desarrollo del negocio de la empresa.

- (b) Limitaciones respecto al conocimiento del vendedor:** El vendedor puede buscar limitar las declaraciones y garantías a aquellos hechos que son de su conocimiento. Dicha calificación traslada el riesgo al comprador de que la inexactitud o falsedad en la declaración y garantía está relacionada a un hecho del cual el vendedor

o financiera o en el negocio, actividades, operaciones, activos, resultados de la compañía que tenga un efecto adverso y significativo en la situación económica o financiera o en las operaciones de la compañía”. Algunos puntos de discusión comunes son (i) la inclusión de perspectivas o prospectos en la definición dado que ello se refiere al futuro –incierto– de la empresa; y (ii) ciertos eventos cuyos efectos no son considerados que constituyen un efecto material adverso (e.g. guerra, cambios en las normas aplicables, así como riesgos propios de la industria (en este último caso en la medida que no produzcan un efecto desproporcionalmente adverso en la compañía).

Recomendamos leer el artículo de KENNETH A., Adams. *Understanding Material Change Provisions*, vol. 10, 2006. Thomson/West Legal Works, N.º 6. Para una aproximación general sobre dicha definición: [Ver en línea <bit.ly/1myTDhb>].

tenía conocimiento. Así, únicamente se verificaría el incumplimiento de la declaración y garantía si es que (i) se verifica la existencia de un hecho que genera la falsedad o inexactitud de la declaración y (ii) el vendedor tenía conocimiento de este hecho y no lo reveló al comprador.

Cabe señalar que, en la práctica, son pocas las declaraciones en las que una calificación de conocimiento es aceptada por el comprador. El comprador va a sostener que el vendedor no puede limitar sus declaraciones sobre la empresa al conocimiento que efectivamente tenga, ya que al tener el vendedor la administración y manejo del día a día de la compañía es quien tiene la mejor posición para identificar los riesgos y contingencias.

CAP. V

Entonces, ¿qué ocurre si es que existe una calificación de conocimiento pero no se define de quién es el conocimiento ni los alcances de la definición de conocimiento? Sin entrar a analizar el tema a detalle, consideramos que la respuesta a dicha pregunta varía dependiendo de quién es el vendedor. A manera de ejemplo, si el vendedor es una empresa holding y no existe una definición de conocimiento, podría razonablemente argumentarse que el conocimiento del vendedor es aquel que este tiene en su calidad de accionista de la empresa. De ser ese el caso, el conocimiento podría verse limitado a aquello que le fuese reportado al accionista por el gerente general, el directorio o discutido en una junta general de accionistas. La prueba de lo que conocía el vendedor podría verse limitada a las actas de las referidas reuniones. En cambio, si el vendedor fuese una persona natural que tenía un cargo en la gerencia o en el directorio, el conocimiento de este abarcaría no solo aquello que conocía como accionista sino aquello que conocía como director o gerente.¹⁰

En suma, a fin de evitar entrar a discusiones sobre los alcances de la calificación de conocimiento y, por tanto, evitar inconvenientes al momento de ejecutar lo dispuesto en el contrato, lo recomendable es definir expresamente lo que debe ser considerado como conocimiento.

10 Debemos notar que existe una discusión en la doctrina respecto a los alcances de la buena fe y su relación con las declaraciones y garantías. En efecto, se argumenta que al aplicar la buena fe (concretamente el deber de lealtad) a la negociación y ejecución de los contratos, podría sostenerse que el vendedor tiene una obligación de revelar aquella información que pueda impactar la decisión de inversión del comprador. Al respecto, José Antonio Payet destaca que “(...) el deber de actuar de buena fe crea la obligación de revelar durante la etapa pre-contractual, información material que la parte vendedora conoce que resulta relevante para la decisión del comprador de celebrar el contrato.” PAYET PUCCIO, *Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor*, cit., p. 98.

En tal sentido, resulta importante tener en cuenta los siguientes aspectos al negociar una definición de conocimiento:

- **¿Conocimiento de quién?:** Es común que la definición de conocimiento esté vinculada al conocimiento de determinados funcionarios. En el caso de calificaciones de conocimiento, resulta clave revisar las declaraciones y garantías que contienen tal calificación, a fin de determinar las personas a cuyo conocimiento debe estar vinculada la declaración. Así, haría sentido incluir al gerente financiero si existe una calificación de conocimiento respecto a los estados financieros o incluir al gerente legal si existe una calificación sobre la existencia de procesos legales.

Como bien señala George Wuney “[i]dentificar a las personas apropiadas cuyo conocimiento se debe incluir es crítico. Es altamente improbable que el CEO de una empresa retail nacional sepa de reclamos (...) específicos en una tienda particular o de la historia de almacenamiento de materiales tóxicos en un almacén particular. Nombrar a los individuos en el nivel apropiado de responsabilidad gerencial, y capaz sus predecesores inmediatos, es esencial”.¹¹

Así, de no definir claramente sobre quién recae la definición de conocimiento, podría existir una situación en la que efectivamente el funcionario no tenga conocimiento de la existencia de un hecho que hacía la declaración falsa o inexacta; dado que ello no estaba dentro del alcance de sus funciones.

- **Conocimiento efectivo vs. conocimiento imputado:** Es común que vendedor y comprador discutan sobre los alcances del conocimiento del vendedor. El vendedor va a preferir limitarlo al conocimiento que efectivamente tienen determinados funcionarios; mientras que el comprador prefiere que sea el conocimiento efectivo y el que razonablemente debieron tener ciertos funcionarios de la empresa (i.e. conocimiento imputado).

La diferencia en la asignación de riesgos puede llegar a ser sustancial, dado que probar el conocimiento efectivo puede resultar una tarea sumamente difícil (e.g. encontrar la existencia de una

11 Traducción libre del siguiente texto: “*Identifying the appropriate people whose knowledge to include is critical. It is highly unlikely that the CEO of a nationwide retail chain knows about specific slip -and-fall claims at particular company stores or about the history of hazardous materials storage at a particular warehouse. Naming the individuals at the appropriate level of management responsibility, and perhaps their immediate predecessors, is essential.*” KUNEY W., George. *To the Best of Whose Knowledge*, California Business Law Practitioner, Spring 2007, p. 59. [Ver en línea <bit.ly/1pKNUqq>].

notificación remitida a la atención del funcionario del que se desprenda la contingencia).

A manera de ejemplo, asumamos que la definición hace referencia únicamente al conocimiento efectivo del gerente legal de la empresa basado en Lima y la notificación de una demanda material fue notificada a la dirección de la empresa en su sede en Piura y recibida por el jefe legal de dicha sede (quien le reporta al gerente legal) el cual no comunicó la existencia de la demanda al gerente legal. En tal caso, no obstante la existencia de una demanda material, el vendedor podría razonablemente sostener que el gerente legal no tenía conocimiento efectivo de la demanda y, por tanto, el comprador podría no tener recurso contra el vendedor. Contrariamente, si se establece que la definición de conocimiento incluye el conocimiento imputado del vendedor (i.e. lo que sabía o razonablemente debió saber), el comprador contaría con argumentos para sostener que el gerente legal debió saber de dicha contingencia.

Una alternativa común y bastante negociada en contratos bajo ley del Estado Nueva York es definir conocimiento como (i) el conocimiento actual que deben tener dichos funcionarios luego de una investigación diligente (*"after due inquiry"*); o, (ii) el conocimiento imputado que razonablemente debe tener sobre la base de una investigación diligente. Pero, ¿qué se entiende por debida diligencia? Una alternativa, en la práctica, es definir la misma como la investigación que el funcionario debe razonablemente realizar con las personas que le reportan o a una categoría general de personas (e.g. gerentes). De esa forma, el vendedor tiene certeza de los alcances del concepto de conocimiento. En tal caso, será interés del vendedor compartir las declaraciones y garantías con dichos funcionarios a fin de verificar que no tengan conocimiento de una situación de incumplimiento.¹²

Finalmente, consideramos relevante destacar lo expuesto por Daniel Avery y Kyle Crossley quienes al analizar los estudios efectuados por el American Bar Association en el 2005, 2007, 2009 y 2011 sobre transacciones privadas de M&A destacan que (i) en el 2011 solo 4% de las transacciones analizadas en el reporte no contemplaban una definición de conocimiento; (ii) existe una

12 Cabe destacar que, en otras jurisdicciones, el vendedor requiere de los funcionarios una suerte de declaración que han revisado las declaraciones y garantías y que no tienen conocimiento de ningún hecho que importe su falsedad o inexactitud. Se suele establecer que dicha declaración no genera responsabilidad alguna al funcionario, pero funge como incentivo para que este efectué una minuciosa revisión de las declaraciones.

tendencia en cubrir en la definición de conocimiento tanto el conocimiento actual como el conocimiento imputado; y, (iii) una gran mayoría de las transacciones analizadas limitaron el conocimiento a un grupo o a personas específicas.¹³

- (c) **Anexos de revelaciones (*disclosure schedules*):** En los llamados “anexos de revelaciones”, el vendedor revela una serie de hechos que de no revelarse implicaría una violación de las declaraciones y garantías. Así, el vendedor declararía que, salvo por lo revelado en los anexos de revelaciones, no existen procesos legales contra la empresa.

El incentivo para el vendedor es que puede pactarse que aquello que ha sido revelado en tales anexos no podrá ser luego reclamado por el comprador como un daño indemnizable. El comprador, en cambio, obtendrá información sobre posibles contingencias en la empresa, confirmando así los resultados del proceso de auditoría legal e inclusive obteniendo información que podría no haber sido detectada (e.g. ante la inclusión de un proceso que no fue identificado como material durante la auditoría).

Resulta común tener como punto de discusión en relación con los anexos de revelaciones lo referido a qué tan específica debe ser la revelación. El comprador va a requerir que la revelación sea específica (i.e. identifique y cuantifique la contingencia); mientras que el vendedor va a buscar incluir revelaciones generales.¹⁴

La asignación de riesgos bajo una u otra postura puede resultar significativa. Asumamos, por ejemplo, que en un contrato de compraventa se establece que el vendedor no será responsable por aquello

- 13 AVERY, Daniel y CROSSLEY, Kyle S. *Use of Knowledge Qualifiers for Representations and Warranties*, Bloomberg BNA, Securities Regulation & Law Report, July 2013. p. 3. [Ver en línea <bit.ly/1mKqnab>].
- 14 Es importante mencionar que; no obstante, los anexos de revelaciones son entregados en la fecha de suscripción del contrato no es infrecuente que el vendedor se reserve el derecho de actualizar los anexos de revelaciones antes de la fecha de cierre a fin de incluir contingencias que surjan o de las que tome conocimiento entre la fecha de firma y el cierre. El comprador normalmente va a objetar tal inclusión y en caso lo acepte buscará contemplar (i) el derecho de resolver el contrato en caso las actualizaciones sean materiales; y/o, (ii) que esta nueva información sea tomada únicamente para determinar si se cumplieron las condiciones de cierre y no para calificar el derecho del comprador de reclamar una indemnización por dicho hecho. El vendedor por su lado, en caso no exista acuerdo alguno en el contrato, podría luego argumentar que si el comprador conociendo la nueva información decidió cerrar la transacción, este efectivamente renunció a su derecho a una indemnización por tales hechos.

Recomendamos revisar el artículo de AVERY, Daniel y WEINTRAUB, Daniel H. “Trends in M&A Provisions: Disclosure Schedule Updating”. En: *Bloomer Finance LP*, 2011, Vol. 5, N.^o 13., en el que se discute en detalle lo referido a los anexos de revelaciones. [Ver en línea <bit.ly/1jAFhNp>].

revelado en los anexos de revelaciones y en estos se consignan ciertos daños ambientales menores y al final de la lista se incluye el siguiente texto “otros posibles daños ambientales producto de la contaminación ambiental antes descrita”. Aún en el supuesto que el comprador descubra la existencia de daños materiales adicionales a los revelados, el vendedor podría argumentar que este reveló la existencia de potenciales daños y, por tanto, que estos no son indemnizables.

En general, la mejor aproximación para un comprador es recordar que las declaraciones y garantías deben ser negociadas tomando en consideración el negocio que está siendo adquirido y, por ende, tener especial énfasis en aquello que es clave para el desarrollo del mismo. El vendedor, por su lado, debe tener en cuenta que una diligente revelación de las contingencias puede liberarlo –de haberse acordado ello– de futuras reclamaciones.

3. INDEMNIZACIONES ESPECÍFICAS (*SPECIAL INDEMNITY*), LIMITACIÓN DE TIEMPO Y MONTO EN LAS CLÁUSULAS DE INDEMNIZACIÓN

A. Indemnizaciones específicas (*special indemnity*)

En términos generales, existen dos tipos de regímenes de indemnización: (i) el régimen de indemnización general, en el cual el vendedor acuerda indemnizar al comprador por la falsedad o inexactitud de sus declaraciones y garantías y/o por el incumplimiento de sus obligaciones; y, (ii) el régimen de indemnizaciones específicas en virtud del cual vendedor y comprador establecen reglas de indemnización particulares respecto a contingencias previamente identificadas.

Imaginemos que existe un proceso regulatorio de suma complejidad y cuyo resultado adverso significaría una multa de USD5,000,000 a la empresa. El vendedor ha defendido exitosamente procesos similares en otras jurisdicciones; por lo que considera que tiene un mejor conocimiento que el potencial comprador respecto al manejo de este proceso. A fin de que el comprador no castigue injustificadamente el precio o evitar demoras en el proceso de cierre (al evitar que el comprador destine recursos a analizar el proceso), el vendedor podría aceptar indemnizar al comprador en caso se dé un resultado adverso. De esa forma, el vendedor asegura que el comprador no castigue el precio por un proceso que a su entender es remoto y el comprador obtiene la seguridad de que será indemnizado de darse un resultado adverso.

Como vemos, bajo una indemnización específica (*special indemnity*), el vendedor puede obligarse a responder por daños o contingencias, sin importar la existencia de un incumplimiento o falsedad en las declaraciones y garantías. Es decir, inclusive en el supuesto de que el vendedor haya revelado la

contingencia en los anexos de revelaciones, este responderá solo si la misma se materializa.

Es frecuente utilizar indemnizaciones específicas o especiales respecto de contingencias materiales que aparecen durante el proceso de auditoría. La utilización de una indemnización específica tiene un rol importante en la asignación de riesgos considerando que mediante esta se puede establecer que el comprador asumirá una determinada contingencia. Dicha asunción puede resultar beneficiosa para ambas partes, dado que el comprador no tomará en cuenta dicha contingencia al momento de negociar el precio o acordar –de ser el caso– el monto máximo indemnizable al que estará sujeto.

Así, mediante una indemnización específica, el comprador puede acordar (i) asumir la totalidad o un porcentaje de la contingencia en caso esta se materialice; (ii) un mayor periodo para que el vendedor pueda reclamar la contingencia; o, (iii) establecer un régimen particular respecto al manejo de la defensa de la compañía en el marco del reclamo de un tercero.

B. Limitaciones al derecho de indemnización

En el marco del proceso de negociación del régimen de indemnización, es común que las partes discutan sobre la inclusión o no de una serie de limitaciones al derecho del comprador de requerir una indemnización al vendedor por el incumplimiento de sus obligaciones y/o por la falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías.

Las siguientes son las principales limitaciones que son discutidas:

- (i) **Objeto de la indemnización:** Aunque no es considerado *per se* una limitación, a fin de evitar discusiones sobre cómo o respecto de quién se configura un supuesto indemnizable, es conveniente –en particular para el comprador– establecer que es considerado como un daño indemnizable aquel daño que sufre o pueda sufrir la empresa objetivo y/o el comprador (directa o indirectamente).

En efecto, asumamos que se establece que son indemnizables los daños que efectivamente sufra el comprador. Sin embargo, el daño se configura respecto a la empresa adquirida por el comprador. ¿Podría válidamente argumentar el vendedor que el comprador no ha sufrido daño alguno? No obstante, desconocemos de la existencia de precedentes al respecto, dicho argumento ha sido utilizado en el pasado en el marco de buscar desestimar reclamaciones.

- (ii) **Periodo de reclamación:** Es común que vendedor y comprador discutan sobre el plazo de “vigencia” de la obligación del vendedor de indemnizar al comprador por la falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías otorgadas por el vendedor. El plazo de reclamación, básicamente, consiste en el plazo dentro del cual el comprador

válidamente puede reclamar al vendedor una indemnización. Luego de vencido dicho plazo, el comprador no podrá presentar una solicitud de indemnización por la falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías.¹⁵

Cabe señalar que es común que las reclamaciones interpuestas por el comprador, con anterioridad al vencimiento del referido período de reclamación, sean consideradas indemnizables luego de resuelta la reclamación. Es decir, las partes acuerdan que en la medida que el comprador haya presentado un reclamo, el período de reclamación se entenderá suspendido respecto a dicha reclamación, generando un derecho a favor del comprador de ser indemnizado en el momento en que se configure el daño.

Evidentemente, al momento de negociar el período 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 mayor plazo de reclamación para declaraciones relacionadas con temas ambientales, laborales o tributarios.

Debemos destacar que es estándar que las llamadas “Declaraciones Fundamentales” cuenten con un plazo de indemnización extenso o no estén sujetas a límite alguno. Las Declaraciones Fundamentales son básicamente aquellas declaraciones y garantías referidas al objeto del contrato (e.g. la titularidad sobre las acciones, capitalización, etc.).

Es común que las obligaciones establecidas en el contrato que sobrevivan la fecha de cierre (e.g. confidencialidad), no estén sujetas a plazo alguno. Lo mismo suele ocurrir con las indemnizaciones es-

CAP. V

15 Es importante que las partes sean claras en establecer que la obligación de indemnización termina luego de transcurrido el período de reclamación; a fin de evitar interpretaciones al respecto. A manera de ejemplo en *Western Filter Corp. v. Argan, Inc.* (9th Cir. 8/25/2008), la Novena Corte de Apelaciones de los Estados Unidos del Segundo Circuito interpretó restrictivamente la restricción al señalar que la cláusula no establecía el plazo para efectuar reclamos, sino el plazo dentro del cual el incumplimiento a las declaraciones y garantías debía ocurrir. Para mayor detalle, recomendamos revisar el artículo de MCGUIREWOODS CONSULTING, *Ninth Circuit Limits Survival Clause in M&A Transaction Governed by California*, September 2008. [Ver en línea <bit.ly/1ec43xZ>].

pecíficas las cuales suelen estar sujetas a un plazo fijo típicamente determinado según la naturaleza o tipo de reclamo.¹⁶

(iii) Limitaciones por reclamos menores (montos de *minimis*): El objeto de incluir una limitación por reclamos menores es evitar que el comprador presente reclamos por montos que no justifican el inicio de un procedimiento de reclamación dada su baja cuantía.

No obstante ello, es estándar establecer que reclamos similares (i.e. de una misma naturaleza legal o que devienen de un mismo supuesto de hecho o práctica) sean agregados a efectos de que la excepción por reclamos menores no excluya reclamos que sumados sí justifican el inicio de una reclamación. Por ejemplo, un reclamo de un trabajador por S/.3,000 podría ser exceptuado bajo dicha excepción pero 500 reclamos basados en los mismos hechos o de una misma naturaleza pueden llegar a ser materiales y fácilmente tratados como un solo asunto.

16 ¿Qué ocurre si las partes no establecen plazos de reclamación? Existen discusiones académicas respecto al tipo de recurso que tendría la parte afectada y al plazo al que estaría sujeta una acción indemnizatoria por parte del comprador. La discusión se centra respecto a si resulta aplicable el régimen dispuesto para las obligaciones de saneamiento dado que el objeto directo de la compraventa son las acciones y no el negocio que estas representan.

Al respecto, resulta ilustrativo resaltar lo expuesto por Marian Gil Saldaña en cuanto a los remedios contemplados en la legislación española ante el incumplimiento de las declaraciones y garantías: “El Derecho Español no regula acciones ni remedios específicos frente a su incumplimiento, por lo que el comprador debe acudir a las acciones derivadas del propio contrato (...) y a las acciones previstas en el Código Civil, en particular, las acciones de saneamiento por evicción (art. 1475 cc) y por defectos o vicios ocultos (art. 1484 y ss CC), las acciones frente al incumplimiento contractual (arts. 1101 y 1124 CC), la doctrina jurisprudencial del *aliud pro alio*, y las acciones de nulidad por dolo causal, incidental o *in contrahendo* (arts. 1260 y 1270)”. GIL SALDAÑA, Marian, “Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías”, en *InDret*, Barcelona, abril 2010. [Ver en línea <bit.ly/1jAHFDQ>]. Un sector de la doctrina también señala que el comprador –sin perjuicio de la acción redhitoria– tendrá derecho a solicitar una indemnización por daños y perjuicios por responsabilidad pre-contractual al encontrarnos en una situación de *dolo in contrahendo* dado que el vendedor ofreció unas garantías inexistentes.

No obstante, el análisis de este tema escapa los alcances del presente artículo, consideramos conveniente destacar que de considerar como remedio aplicable la obligación de saneamiento nos encontraríamos ante un plazo caducidad de tres meses para las acciones estimatoria y redhitoria. Plazo evidentemente corto dada la naturaleza de un contrato de compraventa de acciones.

Recomendamos revisar el análisis efectuado por José Antonio Payet en el artículo *Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor*, quien en el acápite 5.5 de dicho artículo hace un acertado análisis sobre las declaraciones y garantías y las obligaciones de saneamiento. Ver PAYET PUCCIO, *Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor*, cit., pp. 86-97.

Cabe señalar que no existe una regla sobre qué monto es considerado adecuado para la referida limitación; siendo la recomendación establecer la misma sobre la base del negocio que está siendo adquirido. Puede resultar más común en un negocio con consumidores *retail* contar con un mayor número de reclamos por montos bajos que en un negocio industrial donde los reclamos individuales pueden resultar ser mayores por el giro propio del negocio.

(iv) Deducibles (*deductibles*) y montos límites (*threshold*): En ciertas ocasiones, la posibilidad del comprador de recuperar una indemnización está sujeta a un deducible, a un monto límite (*threshold*) o a una combinación de ambos.

Un deducible es básicamente un monto de daños que el comprador no podrá recuperar del vendedor. Si el deducible es de USD200,000 y el comprador sufre daños por USD300,000, únicamente podrá reclamar USD100,000.

CAP. V

En cambio, un monto límite o canasta (*threshold*) constituye un umbral inicial para efectos de que el comprador pueda presentar un reclamo. Si el umbral es excedido, el comprador podrá recuperar los daños indemnizables desde el primer dólar. Así, si el monto límite es de USD200,000, el comprador podrá reclamar daños, siempre que los daños indemnizables excedan dicho monto límite (e.g., USD200,001); mientras que no podrá hacerlo si dicho monto límite no es excedido (e.g. USD199,999.99).

El monto del deducible o del monto límite varía de caso en caso. En la mayoría de transacciones, dichas limitaciones aplican únicamente al incumplimiento de declaraciones y garantías.

Es importante señalar que dichas limitaciones no suelen establecerse respecto de la falsedad o inexactitud de Declaraciones Fundamentales; siendo el vendedor responsable por los daños ocasionados.

(v) Monto máximo indemnizable: Es frecuente que comprador y vendedor negocien que la obligación de indemnización del vendedor esté sujeta a un monto máximo indemnizable. Normalmente, el comprador no podrá recuperar más del monto máximo acordado, salvo que el vendedor haya tenido un actuar doloso (fraude) o inclusive haya actuado con negligencia grave. Ambos supuestos son difíciles de probar.¹⁷

17 Existe cierta discusión en la doctrina si resulta de aplicación a las limitaciones establecidas para el incumplimiento de las declaraciones y garantías, lo dispuesto en el artículo 1328 del Código Civil respecto a la nulidad de toda estipulación que excluya o limite la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable del deudor o los terceros de quien este se valga. Dicha discusión se centra en si se califica o no a las declaraciones y garantías como una obligación contractual o se trata de un aseguramiento fáctico (ver nota al pie 2

La lógica de establecer un monto máximo indemnizable es que el comprador debe estar dispuesto a asumir ciertos riesgos en relación con potenciales violaciones a las declaraciones y garantías. Ello incentiva al comprador a ser diligente al comprar y al vendedor a revelar las contingencias.

Al igual que con otras limitaciones, es común que un incumplimiento en las Declaraciones Fundamentales no esté sujeto a un monto máximo indemnizable o de establecerse, dicho monto suele ser un monto alto equivalente, inclusive, al precio pagado por las acciones.

Cabe destacar lo expuesto en el 2013 *Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study* preparado por el comité de M&A del American Bar Association en el que se concluyó, de las transacciones revisadas, que: (i) 89% contaban con un monto máximo indemnizable cuyo tope era menor al precio de compra; (ii) 5% era igual al precio de compra; y, (iii) 4% no establecía un monto máximo indemnizable. En dicho estudio, también se señaló que el monto promedio de montos máximos indemnizables de las transacciones analizadas equivalía aproximadamente al 10% del precio.¹⁸

(vi) Tipo de daños indemnizables: Sin duda uno de los principales temas a ser tomados en cuenta al momento de analizar un régimen de indemnización es la definición de daños. La diferencia entre una definición de daños que se limita a daños directos versus una definición que contempla daños indirectos (e.g. lucro cesante y daño emergente) es clave.

A manera de ejemplo, ¿qué daños podría recuperar un comprador en caso este adquiera una empresa y sus operaciones se paralicen en el marco de un procedimiento sancionador no revelado por el vendedor cuando la definición de daños excluye daños indirectos? Asumamos que no existe fraude ni negligencia grave por parte del vendedor. De ser ello así, el vendedor puede sostener que el único daño indemnizable es aquel referido al pago de la multa y que todo daño indirecto (e.g. lucro cesante por la paralización) no sería indemnizable.

Como vemos, la diferencia en cuanto a la expectativa de indemnización es notable. Ahora, no es infrecuente que las partes acuerden tener una definición de daños limitada a daños directos. Así, el ven-

para mayores detalles sobre la discusión). Al respecto y para evitar discusiones sobre la intención de las partes es recomendable que las partes establezcan contractualmente que en caso de fraude o negligencia grave no serán de aplicación al derecho de indemnización del comprador las limitaciones establecidas en el contrato.

¹⁸ 2013 *Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study* preparado por el comité de M&A del American Bar Association, p. 101. [Ver en línea <bit.ly/1IBXjRV>].

dedor puede válidamente querer excluir (i) cualquier posible reclamación por lucro cesante o costo de oportunidad que el comprador pueda –sobre sí mismo– querer reclamar; y/o, (ii) el lucro cesante correspondiente a la empresa adquirida.

Sin embargo, existen diversas alternativas que un comprador puede querer incluir para mitigar su riesgo y buscar un compromiso entre ambas posiciones. Así, por ejemplo, el comprador podría requerir al vendedor que lo indemnice únicamente por daños indirectos que una sentencia o laudo efectivamente otorgue a un tercero reclamante. De esta manera, en caso una empresa demande a la empresa adquirida por la falta de entrega de un producto y obtenga una cuantiosa indemnización por lucro cesante, el comprador podría reclamar una indemnización al vendedor dado que pactó recuperar aquel lucro cesante obtenido por un tercero reclamante.

De no pactarse una definición de daños, las partes tendrán derecho a recuperar aquellos daños que sean aplicables conforme al Código Civil (i.e. daños emergentes y lucro cesante).

CAP. V

4. EL PROCEDIMIENTO DE RECLAMACIÓN

Es recomendable establecer en el régimen de indemnización reglas claras respecto a la forma cómo se van a administrar los reclamos del comprador por incumplimientos del vendedor.

Existen una serie de temas que pueden ser discutidos al negociar el procedimiento para reclamar una indemnización los cuales, en gran medida, dependerán del tipo de empresa y las contingencias existentes en la misma. A continuación, detallamos una breve lista de temas que deben ser considerados por las partes al momento de desarrollar el procedimiento de reclamación:

- (i) Tipos de reclamaciones:** En términos generales, las reclamaciones pueden estar basadas en lo siguiente: (i) reclamos interpuestos directamente por el comprador sobre la base del incumplimiento de una obligación y/o las declaraciones y garantías del vendedor; o, (ii) reclamos interpuestos por terceros sobre los que el comprador considera debe ser indemnizado y que, por tanto, corre traslado al vendedor.

Es conveniente destacar que, en ocasiones, las partes acuerdan precisar que el comprador podrá presentar reclamaciones por contingencias que haya identificado dentro del plazo de reclamación; de forma tal que si se materializa dicha contingencia fuera del plazo de reclamación, la misma será considerada como un daño indemnizable por el vendedor.

(ii) Temas esenciales en el procedimiento de reclamación

- **Notificación de reclamación del comprador:** Las partes suelen establecer los requisitos que la notificación de reclamación debe contener a efectos de que la misma sea considerada una reclamación válida. A manera de ejemplo, la notificación suele incluir la descripción del daño o potencial daño indemnizable, un aproximado del monto del daño, y referencias a las declaraciones y garantías que se consideran falsas o inexactas.

Asimismo, a efectos de incentivar que la reclamación sea debidamente atendida, las partes normalmente acuerdan un plazo desde que la notificación es recibida por el vendedor para que este responda su aceptación u oposición. En caso, el vendedor no responda dentro del plazo señalado, las partes normalmente acuerdan que la misma ha sido tácitamente aceptada. Asimismo, en caso el vendedor rechace la contingencia y/o no exista acuerdo entre las partes sobre si la misma debe ser indemnizada en el marco de lo dispuesto en el contrato, se establece que el comprador podrá someter tal controversia al mecanismo de solución de controversias pactado.

Ahora, ¿qué ocurre si no se envía la notificación dentro del plazo establecido? Si el envío de la notificación está establecido como una obligación, la parte contraria va a señalar que ha incumplido una obligación y por tanto no tiene derecho a reclamar la indemnización. La parte reclamante señalará que el incumplimiento de remitir la notificación dentro del plazo no afecta el derecho a indemnización en la medida que este no se ha visto afectado por la demora.

Lo recomendable, a fin de evitar discusiones sobre ello, es establecer que una notificación tardía o defectuosa no exime a la parte de su obligación de indemnizar siempre que no se haya afectado el derecho de defensa o incrementado los daños reclamados por tal deficiencia.

- **Notificación de reclamos de terceros:** Un tratamiento distinto es aquel otorgado cuando un tercero presenta un reclamo o inicia un proceso contra la empresa que podría ser materia de indemnización por el vendedor. En dichos casos, el comprador directamente o a través de la empresa, dará traslado al vendedor –dentro de un plazo determinado– del requerimiento, adjuntando toda la documentación relevante del proceso y señalando la base en virtud de la cual debe ser indemnizado. El vendedor deberá dar respuesta, dentro del plazo acordado, respecto a que si acepta o no la reclamación del tercero como un supuesto indemnizable.

La principal diferencia con el procedimiento para reclamos directos del comprador radica en que ante la existencia de un reclamo de un tercero, la empresa debe defenderse. Recordemos que, en nuestro Código Civil, se establece la obligación del acreedor de mitigar los daños a los que podría estar sujeto.

Siendo ello así, la discusión suele centrarse respecto a quién maneja o toma las decisiones en el proceso. El vendedor normalmente sustenta su interés en administrar el proceso al señalar que el comprador no tiene los incentivos adecuados para buscar reducir el monto reclamado, considerando que preferirá aceptar responsabilidad e imputar el pago de la misma al vendedor. Asimismo el vendedor suele sustentar su preferencia en manejar el proceso al señalar que conoce mejor el caso materia de reclamo en su condición de anterior administrador del negocio. El comprador, en cambio, sustenta su preferencia en administrar directamente el proceso al señalar que el resultado del mismo puede afectar su reputación o tener un efecto correlativo en otros procesos. Asimismo, el comprador suele argumentar que el vendedor, de haber acordado montos máximos de responsabilidad, podría tener el incentivo perverso de discutir procesos cuyo resultado podría ser materialmente adverso a la compañía, dado que existe un límite máximo a su responsabilidad.

A manera de ejemplo, no es infrecuente en contratos sujetos a ley extranjera que se establezca que los compradores tomarán la defensa en caso de reclamos que (a) exijan una indemnización o medida no monetaria (e.g. medida cautelar, paralización de local, etc.), (b) estén relacionados con responsabilidad penal; o (c) estén relacionados con contingencias tributarias. Ello se debe a la importancia que el resultado de dichos procesos puede tener en la empresa. A manera de ejemplo, en el caso de procesos tributarios, los intereses de las multas pueden llegar a ser superiores al monto reclamado y el hecho que exista un monto máximo indemnizable puede incentivar al vendedor a buscar un resultado positivo aún cuando las posibilidades de éxito de ganar el proceso sean escasas.

Existen también acuerdos que permiten u obligan, de cierta forma, a ambas partes a trabajar de forma conjunta; por ejemplo, se puede establecer que: (i) el proceso sea llevado por un estudio de abogados de una lista predeterminada por las partes; (ii) que la defensa se ejerza velando por el interés de la empresa y siguiendo las recomendaciones de los abogados que lleven la defensa; y (iii) que la parte que lleve el proceso no pueda transar o aceptar

responsabilidad sin la autorización de la otra parte (la cual no podrá ser denegada ni retrasada injustificadamente); etc.

- **Costos del proceso:** Es importante establecer si los costos del proceso serán asumidos de manera adicional al monto máximo indemnizable y si estos serán pagados directamente por la parte que maneje el proceso. En particular, resulta relevante discutir si el vendedor asumirá el costo de cualquier fianza que deba ser otorgada a efectos de apelar una resolución o sentencia. A manera de ejemplo, si en el marco de un procedimiento de ejecución coactiva la empresa interpone una demanda de revisión, a efectos de que se mantenga la suspensión del proceso de ejecución coactiva; será necesario garantizar el pago del monto materia de ejecución.

(iii) El otorgamiento de garantías (e.g. escrow)

Es común que comprador y vendedor discutan si parte del precio será depositado como *escrow* o si existirá una retención de parte del precio (*holdback*) a efectos de que el comprador pueda acceder –sujeto a ciertas condiciones– a dicha garantía para el pago de un daño indemnizable. El monto del *escrow* puede variar dependiendo de la transacción y la expectativa de indemnización (e.g., monto máximo indemnizable, si el vendedor es una empresa solvente, etc.). Cabe señalar que existen alternativas –sujetas lógicamente a las características particulares de la transacción y de las partes– a la entrega de un monto en *escrow* o a retener parte del precio, tales como la constitución de garantías reales o personales (e.g. la entrega de una fianza solidaria por la empresa controladora del vendedor, la entrega de garantía mobiliaria sobre la participación minoritaria del vendedor, etc.).

Sin embargo, no existe una regla clara en cuanto al plazo del *escrow*, el plazo de este está ligado normalmente al plazo para efectuar una reclamación. Ahora, de darse una reclamación mientras el *escrow* se encuentre vigente, es común que el monto reclamado sea segregado en una cuenta específica y que el plazo del *escrow* se extienda –respecto al monto segregado– hasta que la controversia sea resuelta. Del mismo modo, las partes pueden acordar una liberación escalonada en el tiempo de los fondos entregados en el *escrow*.

(iv) Indemnización como acción o remedio exclusivo

Es común que, en los contratos de compraventa de acciones, se establezca que la acción indemnizatoria es el único remedio o acción que tiene el comprador ante la falsedad de las declaraciones y garantías del vendedor.

En efecto, en el 2013 *Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study* preparado por el comité de 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.¹⁹

El propósito de dicha cláusula es eliminar la posibilidad de que el contrato sea luego resuelto y, por tanto, que el vendedor reciba las acciones objeto de venta, dada la complejidad o costos que una resolución podría tener respecto a las partes y la empresa objetivo.

Existe una serie de atingentes a dicha limitación que deben ser tomadas en cuenta por las partes. Como bien señala José Antonio Payet al analizar la intención de las partes de limitar la acción del comprador a la acción indemnizatoria, “(...) es importante tener presente, no obstante, las doctrinas relacionadas con los vicios de voluntad, esencialmente el error y el dolo, que pueden determinar que en algunos casos el comprador pueda optar por la anulación del contrato. En efecto, como se sabe, el artículo 201 del Código Civil permite la anulación de un acto por error cuando este sea esencial y conocible para la otra parte.”²⁰ En esta línea, acertadamente señala que “[s]i el dolo ha sido determinante en la voluntad, el contrato será anulable, no obstante las partes hayan pactado que la falsedad de las declaraciones del vendedor solo da lugar a indemnización.”²¹

Sin perjuicio de las limitaciones antes señaladas, resulta recomendable para las partes reflejar su intención de limitar la posibilidad de resolver el contrato por el incumplimiento de las declaraciones y garantías; en particular, dado que un juez o árbitro tomará en consideración la común intención de las partes al momento de resolver una discrepancia.

Como bien señala Gómez Pomar, “[e]n el caso de una compraventa de empresa, el remedio resolutorio puede resultar costosísimo en la práctica, dada la complejidad de deshacer una operación de adquisición en muchas circunstancias. En ocasiones nada infrecuentes, puede ser, sin más, inviable (...). Pero incluso aunque la vuelta atrás en la operación fuera factible, los altos costes desaconsejan, en línea del principio, que el sistema jurídico acuda al remedio resolutorio. De

CAP. V

19 *Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study*, 2013 cit. p. 103. [Ver en línea <[bit.ly/1IBXjRV](http://1IBXjRV)>].

20 PAYET PUCCIO, *Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor*, cit., p. 94.

21 PAYET PUCCIO, *Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor*, cit., p. 95.

hecho puede ser una poderosa vía al comportamiento oportunista post-contractual del comprador, pero también del vendedor (...). El uso estratégico del remedio resolutorio, por los costes que su ejercicio efectivo puede generar, es en la compraventa de empresas un riesgo con mucha frecuencia inasumible. Por ello es recomendable restringir razonablemente su uso por parte del comprador, y rechazar con firmeza su (...) alegación como medio de defensa por parte del vendedor frente a una reclamación de daños y perjuicios del comprador (...). El dinero es un remedio socialmente más barato que una reestructuración societaria".²²

5. SANDBAGGING Y ANTISANDBAGGING

Resulta ilustrativo para entender el concepto de *sandbagging* recordar uno de los orígenes del término. En el golf un *sandbagger* es una persona que pretende ser peor jugador de lo que realmente es, a fin de obtener una ventaja de su rival. Al mentir sobre sus habilidades, un *sandbagger* obtiene un mejor hándicap que le permite tener más golpes que incrementan su posibilidad de ganar un partido.

En el contexto de una compraventa de acciones, el término *sandbagging* se refiere típicamente a la situación en la que el comprador tiene conocimiento (sea a través del *due diligence* o su propio conocimiento) que una declaración y garantía es falsa o inexacta y, a pesar de ello, opta por firmar el contrato o cerrar la adquisición para luego hacer responsable al vendedor.

Así, una cláusula *antisandbagging* establece que el comprador no podrá recuperar por ningún incumplimiento de los que tenía conocimiento; mientras que una cláusula *prosandbagging* busca establecer que el derecho de indemnización del comprador no se ve limitado por el conocimiento que pueda tener o por aquel que pueda haber obtenido en el marco de la auditoría legal.

Cada vez es más común encontrarnos en procesos de ventas con vendedores que buscan acordar que el comprador no podrá reclamar al vendedor por la falsedad de una declaración y garantía si este tenía conocimiento de que dicha declaración era falsa o incorrecta. Lógicamente, es una cláusula que es resistida y discutida arduamente por el comprador en la medida que tiene un rol significativo en la asignación de riesgos.

El vendedor normalmente justifica la necesidad de una cláusula *antisandbagging* 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

22 GÓMEZ POMAR, Fernando. "El incumplimiento contractual en derecho español". En: *InDret*, Barcelona, julio 2007, p. 34.

comprador ha efectuado una auditoría legal o *due diligence* sobre la empresa y si existía alguna contingencia, este debió revelarla.

El comprador, en cambio, suele justificar su posición en lo siguiente: (i) las declaraciones y garantías son las negociadas, si el vendedor ha negociado limitaciones al contrato (montos máximos, montos mínimos, limitaciones en el tiempo para reclamar, etc.) y ha indicado que únicamente es responsable por lo declarado en el contrato, este debe responder por lo negociado y acordado; (ii) la contingencia no es clara y solo se sabrá con el transcurso del tiempo; por lo que no tenía certeza respecto a la materialización de la contingencia y por tanto de la falsedad de la declaración; y (iii) que una cláusula *antisandbagging* constituye una herramienta para que el vendedor se escude al señalar como primera línea de defensa que el comprador tenía conocimiento. Llevado al extremo, podría razonablemente argumentarse que mientras más diligente sea el vendedor, más riesgo asume este.

Como en todo proceso de compraventa, aceptar o no una cláusula de *antisandbagging* dependerá de una serie de factores factuales, legales y comerciales. Sin perjuicio de ello, si un comprador se encuentra forzado a aceptar de una u otra forma una cláusula *antisandbagging*, es importante que este, a manera de ejemplo, considere: (i) limitar el conocimiento al conocimiento que efectivamente tiene el comprador y no el conocimiento que razonablemente pueda tener; (ii) limitar el conocimiento del vendedor a un grupo restringido de este, por ejemplo, al conocimiento del equipo que lidera la transacción; para el comprador, sería clave tratar de evitar que se le impute el conocimiento de los asesores financieros o legales en la medida que sus hallazgos no le fueron debidamente comunicados en el proceso de *due diligence*; (iii) que el vendedor tenga la carga de probar que el comprador tenía conocimiento; y (iv) en caso se necesite vincular el conocimiento a la información entregada, busque que dicha información sea listada y que la contingencia se desprenda directamente de la documentación, de forma clara y objetiva, de forma tal que exista una revelación completa, adecuada y justa a efectos de que el comprador pueda entender cómo la información revelada afecta las declaraciones y garantías.

¿Qué ocurre si no existe acuerdo alguno sobre el tratamiento del conocimiento previo del comprador sobre la existencia de contingencias? ¿Podría verse el comprador imposibilitado de reclamar si este tenía conocimiento previo de dicho hecho sobre la base de la obligación de negociar y ejecutar los contratos de buena fe? La respuesta a dicha interrogante puede variar de acuerdo a cómo el comprador adquirió el conocimiento. Es decir, si el vendedor reveló el incumplimiento al comprador o si este último lo obtuvo de un tercero o de su propio análisis.

No obstante, dicho análisis escapa los alcances del presente artículo; consideramos conveniente destacar lo expuesto en el caso Ziff-Davis por la

Corte de Apelaciones de los Estados Unidos del Segundo Circuito donde se señaló que “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”.²³ En este 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”.²⁴

Considerando lo expuesto, es recomendable que comprador y vendedor regulen su posición respecto al *sandbagging*; a fin de evitar futuras discusiones sobre su aplicación, dado que como antes hemos indicado, el juez o árbitro tomará en consideración la común intención de las partes al interpretar el contrato.

Finalmente, resulta ilustrativo destacar lo expuesto en el 2013 *Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study* preparado por el comité de M&A del American Bar Association el cual que señala que de las transacciones revisadas: (i) 41% establecían una cláusula *prosandbagging*; (ii) 49% no hacían referencia a la misma; y (iii) 10% tenían una cláusula *antisandbagging*.²⁵

6. BIBLIOGRAFÍA

Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study comité de M&A del American Bar Association. 2013

-
- 23 Traducción libre del siguiente texto: “*where a buyer closes on a contract in the full knowledge and acceptance of facts disclosed by the seller which would constitute a breach of warranty under the terms of the contract, the buyer should be foreclosed from later asserting the breach. In that situation, unless the buyer expressly preserves his rights under the warranties (as CBS did in Ziff- Davis), we think the buyer waived the breach.*” QUANINTANCE, Robert F. Jr., “Can You Sandbag?”. En: *Private Equity Report*, Nº 2, Vol. 2, Debevoise & Plimpton, Massachusetts, Winter 2002.
- 24 Traducción libre del siguiente texto: “*where the seller is not the source of the buyer's knowledge, e.g., if it is merely 'common knowledge' that the facts warranted are false, or the buyer has been informed of the falsity of the facts by some third party, the buyer may prevail in his claim for breach of warranty*”. SPILKO, Howard y Darius GOLDMAN, “The importance of Sanbagging Provisions from a Buyer's Perspective: What you Know may Harm You”, en Kramer Levin, Corporate Department, M&A Practice Group Alert, New York, June 2009.
- 25 *Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study*, 2013 cit. p. 77.

SRS M&A Post Closing Claims Study. 2013. Preparado por Shareholder representatie services

AVERY, Daniel y CROSSLEY, Kyle S., *Use of Knowledge Qualifiers for Representations and Warranties*, Bloomberg BNA, Securities Regulation & Law Report, July 2013.

AVERY, Daniel y WEINTRAMB, Daniel H. "Trends in M & A Provisions: Disclosure Schedule Updating". En: *Bloomer Finance LP*, vol. 5, Nº 13, 2011.

BARROS BOURIE, Enrique y ROJAS COVARRUBIAS, Nicolás. "Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales". En *Universidad de Chile*, Santiago, 2009.

CARRASCO PERERA, Ángel, "Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento". En *Fusiones y adquisiciones de empresas*, Arazandi, Madrid, 2004.

GILI SALDAÑA, Marian, "Compraventa de acciones: causa del contrato y medios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías", en *InDret*, Barcelona, Abril 2010.

GÓMEZ POMAR, Fernando, "El incumplimiento contractual en derecho español". En *InDret*, Barcelona, Julio 2007.

KENNETH A., Adams. *Understanding Material Change Provisions*, Thomson/ West Legal Works, N.º 6, vol. 10, 2006.

KUNYE W., George. *To the Best of Whose Knowledge*, California Business Law Practitioner. Spring 2007.

MCGUIREWOODS CONSULTING, *Ninth Circuit Limits Survival Clause. En: M&A Transaction Governed by California*, September 2008.

PAYET PUCCIO, José Antonio. "Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor". En: *Ius et Veritas*, N.º 39, Lima, 2009.

QUANINTANCE, Robert F. Jr., "Can You Sandbag?". En: *Private Equity Report*, Nº 2, Vol. 2, Debevoise & Plimpton, Massachusetts, Winter, 2002.

SPILKO, Howard y Darius GOLDMAN, "The importance of Sanbagging Provisions from a Buyer's Perspective: What you Know may Harm You". En: *Kramer Levin*, Corporate Department, M&A Practice Group Alert, New York, June 2009.

LAS DECLARACIONES Y ASEVERACIONES: SU RELACIÓN CON LAS OBLIGACIONES DE INDEMNIDAD EN LOS CONTRATOS DE COMPROVENTA DE ACCIONES

Rafael Boisset Tizón

Socio de Ferrero Abogados
(Lima, Perú)*

Sumario:

1. Introducción.
2. La función de los *representations and warranties*.
3. Los *representations and warranties* en los contratos anglosajones.
4. Los *representations and warranties* en los contratos sujetos a ley peruana: Declaraciones y aseveraciones.
5. La extensión, la calificación, el incumplimiento de las declaraciones y aseveraciones: Sus efectos y consecuencias contractuales y cláusula de indemnidad.
6. Las limitaciones de responsabilidad.
7. Bibliografía.

"We found, consistent with the transaction cost engineer hypothesis that important elements of the acquisition agreement serve to remedy failures of the perfect market assumptions on which capital asset pricing theory is based. (...) the panoply of representations and warranties, together with provisions for indemnification and other verification techniques, respond to the failure of the costless-information assumption" (Ronald J. Gilson and Bernard S. Black).

1. INTRODUCCIÓN

El crecimiento de las economías, por lo general, conlleva a un incremento en la actividad de las integraciones empresariales o también llamadas “fusiones y adquisiciones”. En los últimos ciento veinte años, las principales economías del mundo han experimentado olas o ciclos de fusiones y adquisiciones, que han sido consecuencia de efectos regulatorios: la postguerra, la creación de incentivos a los mercados de capitales, el endurecimiento de normas antimonopolio, desregulación de los sistemas financieros, entre otros.

* www.ferrero.com.pe

Todos esos años de actividad han desarrollado un nivel de contratación altamente sofisticado y con cierta estandarización en la actividad de fusiones y adquisiciones. No únicamente por el número de transacciones que se cerraron exitosamente, sino por la experiencia litigiosa que ha ido creando precedentes sobre cómo las cortes interpretan determinadas cláusulas u acuerdos típicos de la industria.

Toda esa experiencia y estandarización contractual han sido heredadas por los abogados latinoamericanos y puestas en práctica en los últimos años, en que nuestros países han experimentado el fenómeno del crecimiento económico y su consecuencia en la actividad de las fusiones y adquisiciones. En efecto, la influencia de la contratación anglosajona ha sido “latinoamericanizada” y, hoy en día, lo estándar en las fusiones y adquisiciones, es la utilización de modelos contractuales anglosajones castellanizados y adecuados a las legislaciones de cada país.

Claramente, esta “latinoamericanización contractual” no ha sido, únicamente, consecuencia de un fenómeno de alienación legal, sino más bien producto de una imposición de los principales jugadores de la industria. Efectivamente, en los últimos veinte años, la inversión extranjera en países latinoamericanos ha venido principalmente de países con sistemas legales anglosajones. Con lo cual, se entiende que dichos jugadores hayan impuesto sus formas de contratar (sus reglas de juego) y que las mismas hayan sido adoptadas localmente.

Esta herencia, sin duda, nos ha ahorrado años de aprendizaje a los abogados latinoamericanos. También les ha traído ventajas a los empresarios que adoptan prácticas de integración empresarial altamente sofisticadas y, en muchos casos, a prueba de errores.

Dentro de las distintas fórmulas contractuales que hemos adoptado, en este trabajo, nos referiremos a aquellas que se encargan de reducir los altos costos que conlleva la asimetría informativa entre compradores y vendedores de empresas y, por tal, asignar los riesgos de pérdida entre los mismos. Nos referimos a las *representations and warranties* (como se denominan en inglés) o declaraciones y aseveraciones, y su relación con las obligaciones de indemnidad y las limitaciones de responsabilidad de las partes en el contrato.

2. LA FUNCIÓN DE LOS *REPRESENTATIONS AND WARRANTIES*

Las declaraciones y aseveraciones tienen la función principal de reducir los altos costos generados por efecto de la asimetría informativa entre los compradores y vendedores, asignando entre estos los riesgos inciertos o no conocidos de la empresa que se adquiere. Es decir, eligiendo qué parte del contrato asumirá el daño que genere la ocurrencia de una situación que al momento de celebrarse el contrato, aún era incierta.

La asimetría informativa es un concepto económico que describe un hecho normalmente fáctico en todo intercambio de bienes. Aquel que posee un bien tiene más información sobre dicho bien, que aquel que lo desea. Tener información sobre un bien le permite al comprador de dicho bien, no solo tomar una decisión favorable sobre el bien en sí mismo, sino sobre el valor que le asignó. La falta de información sobre el bien, por el contrario, puede generar que la decisión que adopte devenga en adversa a sus expectativas y a una inadecuada asignación de valor. Esa desigualdad en la información sobre un bien conlleva a un costo que encarece los intercambios de bienes.

Llevando dicha premisa al tema que nos aborda, la asimetría informativa en las compras de empresas, se evidencia en que los propietarios de la empresa, poseen mayor información sobre la misma que aquel que desea adquirirla. Si bien las compras de empresas se canalizan a través de la transferencia de acciones, lo cierto es que la información relevante no se limita únicamente a las acciones como los bienes que se van a adquirir, sino a toda la información de las múltiples relaciones jurídicas que subyacen a dichas acciones y que constituyen el complejo funcionamiento propio de una empresa.

Para que un comprador pueda tomar una buena decisión, necesita tener la mayor y mejor cantidad, y calidad de información sobre el funcionamiento de la empresa. La mejor decisión pasa por una correcta asignación del precio, el mismo que usualmente está directamente vinculado a la generación de flujos del negocio. A su vez, la generación de flujos se puede ver directamente impactada por los pasivos de la empresa, tanto los pasivos existentes como los pasivos contingentes¹; o en la inexistencia o incorrecta estimación de determinados activos, sean estos bienes o cuentas por cobrar.

Los típicos mecanismos para reducir la asimetría informativa en las compras de empresas son: (i) la entrega de información que efectúa el vendedor al comprador sobre la empresa; y (ii) la realización de una auditoría a la empresa que se vende por parte del comprador la cual usualmente incluye una revisión contable, legal, financiera y operativa, a efectos de corroborar la calidad de la información recibida, efectuar una propia evaluación de valor e identificar eventuales contingencias.

Sin embargo, dichos mecanismos no son suficientes; ya que tienen limitaciones propias de tiempo y otros costos de transacción que harían muy costoso que un comprador pueda acceder a toda la información que requiere.

1 Los pasivos existentes son todas las obligaciones de pago que la empresa ha reconocido como tales y que, razonablemente se espera que estén reflejados en la contabilidad. Por su lado, los pasivos contingentes, son aquellos que aquellas obligaciones cuyo monto no puede ser determinado con certeza o que su obligatoriedad de pago dependerá de terceros, tales como el resultado de un proceso judicial, intervenciones de la autoridad tributaria, entre otros.

El comprador aún requiere tomar una decisión de compra y de asignación de valor.

Frente a esta situación, la práctica legal ha desarrollado un mecanismo contractual por medio del cual, el comprador toma la decisión de compra sobre la base de determinadas declaraciones y aseveraciones que efectúa el vendedor, asumiendo este el riesgo de pérdida que pudiera sufrir aquél, frente al incumplimiento, falsedad o inexactitud de las mismas. Estas son las declaraciones y aseveraciones las cuales resultan ser un complemento de la entrega de información del vendedor y de la conducción de la auditoría del comprador.

Como en toda transacción compleja, las expectativas de valor del vendedor suelen ser distintas a las del comprador. La asignación de los riesgos de pérdida de las partes (o *risk allocation* como usualmente se le llama en la práctica anglosajona), sin bien no eliminan por completo las diferencias en cuanto a las expectativas; suelen ser una herramienta valiosa y muy útil para conseguir acuerdos y alinear intereses.²

En resumen, las declaraciones y aseveraciones asignan contractualmente los riesgos inciertos o no conocidos entre las partes, determinando quién deberá asumir las pérdidas futuras que pueda sufrir la empresa. De esta forma, se reducen los altos costos del efecto de la asimetría de información de los contratantes en la transferencia del control de un negocio.

3. LOS REPRESENTATIONS AND WARRANTIES EN LOS CONTRATOS ANGLOSAJONES

Los *representations and warranties* son muchas veces entendidos como sinónimos; sin embargo, tienen una connotación legal distinta en el derecho anglosajón, son complementarios y, por tanto, debemos analizarlos por separado.

- a. **“Representations”:** en el derecho anglosajón las “*representations*” son aquellas declaraciones sobre un hecho fáctico que inducen a una persona a tomar una decisión determinada. En los contratos de compraventa de acciones, el vendedor induce al comprador a adquirir las acciones de acuerdo con las declaraciones que efectúa sobre las mismas y sobre el funcionamiento de la empresa. La particularidad legal es que la falsedad de una declaración le da la facultad al comprador de terminar el contrato y el grado de responsabilidad dependerá del grado de la falsedad en la declaración. El efecto de

2 “The business lawyer’s response to the failure of the homogeneous-expectations assumptions has been to devise a structure –state-contingent pricing –which does not eliminate the parties’ differences in expectations, but merely reduces the impact of the disagreement”. (GILSON, Ronald J. y BLACK, Bernard S. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2.^a ed., Foundation Press, Westbury-Nueva York, 1995, p. 1577).

la falsedad, inexactitud o falta de cabalidad (o como se denomina en inglés *misrepresentation*) opera por efecto legal, con lo cual, no es necesario que el contrato establezca una consecuencia expresa.

- b. *Warranties:*** 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 un incumplimiento contractual y la consecuente responsabilidad por daños.

La práctica contractual nos muestra que los *representations and warranties* siempre se utilizan de manera complementaria y, en nuestra opinión, tienen como propósito proteger a las partes (sobre todo a los compradores), abarcando la totalidad de los remedios legales existentes y evitar, en un eventual proceso judicial, que alguno de ellos se cuestione o excluya.

Si bien es cierto que los efectos de la falsedad, inexactitud o cabalidad de la declaración y en incumplimiento de la aseveración, se encuentran regulados por ley y, como tal, operan de pleno derecho; la práctica contractual es aún más protecciónista. En efecto, los contratos de compraventa de acciones incluyen siempre una cláusula de indemnidad que regula expresamente la consecuencia de la falsedad, inexactitud o cabalidad de la declaración y el incumplimiento de la aseveración. Sobre esta, nos referiremos más adelante en el presente trabajo.

4. LOS *REPRESENTATIONS AND WARRANTIES* EN LOS CONTRATOS SUJETOS A LEY PERUANA: DECLARACIONES Y ASEVERACIONES

El problema de la asimetría informativa es una realidad presente en todas las transacciones, sin importar la nacionalidad de los jugadores ni el monto de la transacción. Por tanto, la adopción de la práctica contractual anglosajona es válida para la realidad latinoamericana y, en efecto, ha sido adoptada.

Al igual que muchas figuras contractuales, los *representations and warranties* también han sido latinoamericanizados no solo en su aplicación funcional; sino que, muchas veces, son textualmente traducidos sin reparar en su aplicación y efectos legales.

Por obvias razones, únicamente nos referiremos a la aplicación de las declaraciones y garantías en la ley peruana.

- a. *Declaraciones:*** La traducción textual de *representations*, que además es muy utilizada en contratos de compraventa de acciones, sería “representaciones”. Sin embargo, en la ley peruana, el concepto de representación tiene una connotación distinta, por lo que creemos que el término “declaración” resulta ser una interpretación más

adeuada para los efectos que busca. Más allá de la terminología que se utilice, lo importante es que las declaraciones, entendidas como aquello que se expresa para inducir a una persona a contratar, no tienen en la ley peruana un efecto legal y una consecuencia en sí misma. La figura legal que más se le asemeja a la “declaración” como elemento decisario para la contratación sería la “causa del acto jurídico”. Si bien existe una discusión académica sobre la “causa” como un elemento esencial de la validez del acto jurídico, lo cierto es que nuestro ordenamiento legal no la reconoce como tal³. En caso se le reconociera a las declaraciones un efecto esencial en la manifestación de la voluntad, entonces la consecuencia de su inexactitud sería la anulabilidad del acto. Más adelante veremos cómo la consecuencia de la anulabilidad en los contratos de compraventa de acciones son indeseables para las partes. Ante la duda, una declaración en sí misma puede en efecto brindar información, pero al no tener una consecuencia clara, no asigna riesgos y, por tanto, no reduce los indeseados costos de transacción.

- b. **Aseveraciones:** La traducción textual de *warranties*, que además es muy utilizada en contratos de compraventa de acciones, sería “garantías”. Sin embargo, en la ley peruana, las garantías tienen una connotación distinta de la figura de los *warranties* anglosajones. En Perú, las garantías responden frente al incumplimiento de una obligación, pero no son la obligación en sí mismas. Como hemos explicado antes, el *warranty* es una figura legal en sí misma con sus propios efectos y consecuencias jurídicas. Por tal razón, creemos que la interpretación correcta del *warranty* es “aseveración”. Asimismo, las aseveraciones tampoco responden a una figura legal en sí mismas⁴. Podríamos asimilarlas más bien a una obligación contractual, pero para que cumpla con su propósito, necesariamente debe regularse en el contrato cuáles serán sus efectos y consecuencias jurídicas. Una aseveración en sí misma puede, en efecto, brindar información, pero al no tener una consecuencia clara, no asigna riesgos y, por ende, no reduce los indeseados costos de la asimetría informativa.

A diferencia del derecho anglosajón, en donde los *representations and warranties* se utilizan complementariamente para abarcar todos los remedios legales existentes, bajo la ley peruana, al no tener estos una connotación legal, su utilización por separado o en conjunto no le agrega valor. Sin embargo, su utilización ligada directamente a una consecuencia legal resulta útil y necesaria para lograr una adecuada asignación de riesgos. Estas cláusulas

3 Entendemos que otras legislaciones, como la chilena, sí reconocen a la causa del acto jurídico como un elemento esencial para su validez.

4 Salvo el caso del dolo cuya consecuencia sería la nulidad del acto jurídico en cuestión.

podrían entonces denominarse simplemente “declaraciones” y siempre que vayan acompañadas de una consecuencia por su incumplimiento, estarán cumpliendo su función.

Existen diversas teorías y posiciones sobre los deberes precontractuales de información y cómo los jueces deberían resolver aplicando principios de buena fe contractual. Según la experiencia anglosajona en sus diseños contractuales, es que, incluso ellos cuyas figuras de *representations and warranties* tienen efectos y consecuencias jurídicas propias, han tenido el cuidado de darles una regulación específica; sea esta de terminación, anulación o resarcimiento de daños, vía indemnización. Con lo cual, nosotros toda vez que nuestras “declaraciones y aseveraciones” no gozan de efectos y consecuencias jurídicas en sí mismas, con mayor razón debemos cuidar que los contratos regulen expresa y detalladamente cuáles serán sus efectos y las consecuencias de sus incumplimientos; entiéndase terminación, anulación o resarcimiento de daños vía indemnización⁵.

CAP. VI

5. LA EXTENSIÓN, LA CALIFICACIÓN, EL INCUMPLIMIENTO DE LAS DECLARACIONES Y ASEVERACIONES: SUS EFECTOS Y CONSECUENCIAS CONTRACTUALES Y CLÁUSULA DE INDEMNIDAD

Las declaraciones y aseveraciones suelen ser efectuadas tanto por los compradores como por los vendedores. Los compradores suelen dar declaraciones y aseveraciones sobre su participación en el contrato, tales como solvencia financiera, autorizaciones corporativas para celebrar los contratos, entre otras. Los vendedores suelen hacer declaraciones también sobre su participación en el contrato, pero las más importantes son aquellas que efectúan sobre:

- Las acciones:** La propiedad de las acciones y si las mismas se encuentran libres de cargas y gravámenes que limiten o restrinjan su libre transferencia.
- La empresa:** (i) La propiedad y estatus de los activos necesarios para la operación; (ii) los estados financieros representan adecuadamente su situación financiera y contable; (iii) el cumplimiento de las obligaciones tributarias y laborales están al día en sus aspectos formales y sustanciales; (iv) cuenta con todos los permisos y licencias para el desarrollo de sus actividades; (v) cumple con sus obligaciones medioambientales; (vi) no es parte de procesos judiciales o arbitrales, tanto civiles como penales; (vii) la transferencia del control no genera ningún incumplimiento contractual; entre otros.

5 Sobre esta discusión léase a DE LA MAZA GAZMURRI, Iñigo. “La distribución del riesgo y la buena fe. A propósito del error, el dolo y los deberes precontractuales de información”, en *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, Valparaíso, 2011. [Versión en línea <bit.ly/1iBLfts>].

c. La extensión

Las declaraciones y aseveraciones suelen tener extensiones determinadas en cuanto a la amplitud de los hechos a los que hacen referencia. Naturalmente, el vendedor tiende a limitar la extensión de sus declaraciones y aseveraciones; mientras que el comprador buscará que las mismas sean lo más amplias posibles. Un típico caso es el cumplimiento de las normas aplicables al sector. Los vendedores suelen ser reacios a declarar y aseverar que la empresa se encuentra *en cumplimiento de la totalidad de sus obligaciones legales*. Es muy usual que existan determinadas obligaciones legales que no se cumplen, pero cuyos efectos no llegan a ser materiales para el funcionamiento de la empresa. En estos casos, la declaración se limita a, por ejemplo, el cumplimiento de *aquellas obligaciones legales materiales o esenciales para el correcto desarrollo de sus actividades*.

La extensión de la declaración tiene un efecto directo en la asignación de los riesgos. La limitación de la declaración reduce la exposición al riesgo de quien las hace.

d. La calificación

La calificación se refiere al grado de conocimiento que tienen las partes de los hechos sobre los que se declara. Es importante tener en cuenta que las partes en los contratos son los titulares de las acciones quienes no necesariamente son los que conducen los negocios en el día a día, y, por tanto, no necesariamente son los poseedores de toda la información. Sin embargo, esta situación no puede ser un eximiente para no declarar, así que la práctica contractual y dependiendo de cada caso, permite que las partes califiquen algunas de sus declaraciones a su mejor leal saber y entender. Esto significa que cuando se analice si hubo incumplimiento de una declaración, el estándar de medición sobre si el declarante debió o no conocer el hecho, es más elevado.

En caso se acepte calificar las declaraciones, esta debe ser razonable y bajo estándares aceptables para la industria y el tipo de negocio en cuestión. Claramente, hay materias que no resisten calificación, como por ejemplo la propiedad de las acciones que se venden.

e. El incumplimiento: La generación de un daño y la cláusula de indemnidad

Como hemos mencionado en este trabajo, las declaraciones y aseveraciones por sí mismas presentan determinadas deficiencias en cuanto a sus efectos y consecuencias legales. Estas deficiencias se superan regulando contractualmente qué sucede si las declaraciones y aseveraciones resultan ser falsas, incompletas o inexactas.

Idealmente, estas tres situaciones deben tener la misma consecuencia, salvo que las partes quieran asignarle una consecuencia mayor a la falsedad por existir un potencial elemento doloso en la misma.

Al tratarse de una fórmula contractual que pretende hacer una asignación de riesgos, no es suficiente que la declaración y/o aseveración sea falsa, incompleta o inexacta; sino que como consecuencia sea haya generado un daño. El típico caso es la materialización de una contingencia que deviene en una obligación de pago de la empresa. La empresa pierde un procedimiento frente al fisco y queda obligada al pago de un impuesto más los intereses y multas.

Es importante la determinación de qué debe entenderse por daño; toda vez que la asignación de riesgos la realizan los compradores y los vendedores; y como hemos mencionado, las declaraciones más relevantes son las que se hacen sobre la empresa y su funcionamiento. En el caso mencionado, los impuestos, intereses y multas son obligaciones de pago de la empresa, mas no del comprador. Sin embargo, el comprador sí se ve afectado por el resultado desfavorable de dicho procedimiento; ya que su estimación de valor, que se tradujo en un precio pagado, no consideró dicho pasivo.

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 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 las 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. La restitución de las prestaciones implicaría que el vendedor tenga que devolver el dinero y el comprador devuelva las acciones. Esta situación presenta variadas complejidades, como el valor de la empresa que puede haber variado y no representar el mismo dinero que se debe restituir. Por otro lado, está la complejidad que estamos justamente estudiando en este trabajo, la asignación de los riesgos. El vendedor tendría que recibir una empresa que fue controlada por otro y que, en dicho plazo, asumió nuevos riesgos que no tendría por qué asumir en caso de pérdida.

La clara preferencia contractual es la indemnización por daños y perjuicios; para lo cual todo contrato de compraventa de acciones que

contenga declaraciones y aseveraciones, debe llevar una cláusula de indemnidad. Esta provisión contractual obliga a quien asume el riesgo de pérdida a mantener indemne a su contraparte de cualquier daño. En el ejemplo anterior, el vendedor deberá mantener indemne al comprador del daño que la pérdida del procedimiento le genere frente al fisco. Obsérvese que la obligación de indemnidad implica la restitución de un daño, con lo cual primero debe estimarse el daño neto generando al comprador para que dicho monto resultante sea pagado como una indemnización. Por lo general, las partes establecen procedimientos para la estimación de los daños, siendo que el monto indemnizable debe corresponder a la pérdida neta que sufra el comprador (lo que, en la práctica, se denomina la restitución “dólar por dólar”); es decir, la pérdida neta en su calidad de accionista de la empresa obligada al pago y no la pérdida neta que sufrió la empresa.

Es importante señalar que la ley peruana también contempla obligaciones de saneamiento, tanto por evicción como por vicios oculitos. Sin embargo, estas se limitan al bien adquirido, es decir, a las acciones. Existe una discusión abierta sobre si las obligaciones de saneamiento también deben extenderse a los bienes y derechos que subyacen al bien adquirido. Para evitar dichas discusiones, el mercado ha estandarizado las cláusulas de indemnidad las cuales, incluso, suelen plantear soluciones más completas y eficientes que las contenidas en el Código Civil.

6. LAS LIMITACIONES DE RESPONSABILIDAD

Finalmente, al tratarse de una asignación contractual de riesgos, por lo general, las partes se ponen de acuerdo no únicamente en quién asumirá el riesgo de pérdida; sino también, bajo qué condiciones. En efecto, las cláusulas de indemnidad suelen tener limitaciones en vigencia y a los montos indemnizables, así como procedimientos para canalizar los reclamos, y las garantías que respalden el cumplimiento de las obligaciones.

a. Tiempo

La vigencia de la obligación de indemnizar es, por lo general, un punto de fricción entre los compradores y vendedores. Los intereses están claramente desalineados. La situación óptima para un vendedor es que su obligación de indemnizar esté vigente por el más corto tiempo posible. Por el contrario, el interés del comprador es mantenerse indemne por el mayor tiempo posible. La práctica nos demuestra que las partes encuentran puntos de equilibrio y se fijan plazos razonables. El equilibrio también dependerá de cada industria, de cada empresa y las probabilidades reales de la materialización de determinadas contingencias.

b. Monto

Al igual que para el tiempo de vigencia de la obligación de indemnidad, el monto también separa a las partes. Los vendedores desean tener un monto determinado y los compradores prefieren no tener montos. El equilibrio suele encontrarse estableciendo montos mínimos y máximos indemnizables para alinear los intereses de las partes. Así, estableciendo un monto mínimo indemnizable, el vendedor tendrá cierta tranquilidad de que no va a responder por la ocurrencia de daños menores cuyo reclamo incluso podría terminar siendo más costoso que el daño mismo. Los montos máximos indemnizables también son comunes y buscan dar predictibilidad sobre el monto máximo que podría pagarse en el peor de los escenarios. El monto máximo generalmente se calcula sobre la base de un porcentaje del valor de la transacción.

CAP. VI

c. Procedimiento

La fijación de un procedimiento con el fin de canalizar los reclamos resulta esencial para alinear los intereses de las partes. Como hemos mencionado antes, la cláusula de indemnidad implica la restitución de un daño, para lo cual es necesario que dicho daño exista y sea medible. Toda derecho indemnizatorio plantea un problema que los anglosajones denominan *moral hazard* o riesgo moral. Este concepto describe la situación en que los individuos tienen una tendencia a optar por un comportamiento negativo en desmedro de su contraparte. Si el comprador de una empresa tiene un derecho de indemnidad sin restricciones ni limitaciones, las decisiones que adopte frente al reclamo de un tercero serán muy distintas si sus intereses no están alineados con los del vendedor. En efecto, asumamos que un tercero reclama el pago de una obligación a la empresa. Si dicho reclamo está cubierto por la cláusula de indemnidad, entonces el comprador no tendrá incentivos para cuestionar dicho reclamo; ya que sabe que no afectará sus intereses. Será más fácil para el comprador pagarle al tercero y luego repetir contra el vendedor.

Esta conducta va en contra de los intereses del vendedor y, por tanto, los contratos suelen incluir procedimientos que permiten al vendedor intervenir en el reclamo del tercero, incluso asumiendo de manera directa la defensa de dicho reclamo en las cortes. Estas restricciones son de suma importancia para los vendedores, logrando incluso pactar que el incumplimiento del procedimiento de reclamos, por parte del comprador, es causal de pérdida de su derecho a ser indemnizado.

d. Garantías

Finalmente, es importante la fijación de mecanismos de garantía que respalden las obligaciones de indemnizar. Al igual que en los casos

anteriores, los intereses de los compradores y vendedores suelen estar muy alejados. Los compradores, como titulares del derecho a ser indemnizados, pretenden naturalmente una garantía igual de líquida que la misma obligación de pago, como por ejemplo, la retención de parte del precio de compra; asignación de parte del precio en una cuenta administrada por un tercero (las llamadas *escrow accounts*), cartas, fianzas bancarias, entre otras. Los vendedores tienen el interés contrario, las garantías que están dispuestos a dar suelen ser menos líquidas o incluso no dar ninguna garantía que respalde la obligación de indemnidad.

Como hemos descrito a lo largo del presente trabajo, el planteamiento de un problema de orden económico ha generado que los abogados diseñen mecanismos contractuales que protejan los intereses de las partes, estandarizando procesos de compras y ventas de empresas. La asignación de riesgos es una de ellas y cómo podemos ver la práctica legal le ha dado una importancia mayor. La práctica nos demuestra que los abogados tardan más tiempo negociando las declaraciones y aseveraciones, y la cláusula de indemnidad que cualquier otra parte del contrato. Los abogados latinoamericanos nos hemos visto beneficiados de la práctica anglosajona, adecuando las experiencias vividas por estos a nuestras realidades. Sin embargo, es importante reparar en cómo hacemos las prácticas de otros países nuestras y sobre todo cuando vienen de sistemas legales distintos a los nuestros. Los abogados cargamos con la responsabilidad de anticiparnos a los problemas, advirtiendo riesgos y regulando adecuadamente cómo estos se resolverán. El conocimiento de cómo el mercado funciona e interactúa es esencial, pero también lo es conocer en detalle cuáles son los efectos y consecuencias legales de cada cláusula que se acuerde.

“If business lawyers do act to bridge the gap between the perfect market assumptions of capital asset pricing theory and the drastically less-than-perfect market conditions of the world in which transactions actually take place, this activity should be visible from examination of a by now standardized document –the acquisition agreement – that creates the structure for the transfer of a significant capital asset.” (Ronald J. Gilson and Bernard S. Black)

7. BIBLIOGRAFÍA

DE LA MAZA GAZMURRI, Iñigo. “La distribución del riesgo y la buena fe. A propósito del error, el dolo y los deberes precontractuales de información”, en *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, Valparaíso, 2011.

GILSON, Ronald J. y BLACK, Bernard S. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2.^a ed., Foundation Press, Westbury-Nueva York, 1995.

EL ESCROW FINANCIERO

Julio Gallo Broel-Plater*

Socio del Estudio Gallo Barrios Pickmann Abogados
(Lima, Perú)**

Sumario:

1. Introducción.
2. El contrato de escrow.
3. El agente escrow.
4. La cuenta escrow.
5. Costos de la cuenta escrow.
6. La regulación del escrow en el Perú.
7. Comentarios finales.

En estas líneas, haremos una breve aproximación a la figura del escrow financiero utilizado en operaciones de compraventa de empresas. Este trabajo pretende ilustrar a aquellos involucrados en operaciones de este tipo a la figura del escrow, la que es utilizada para garantizar la aparición de pasivos ocultos o la materialización de contingencias luego de producido el cierre de la operación.

1. INTRODUCCIÓN

Actualmente, las operaciones conocidas como *M&A*¹ están estructuradas sobre la base de que las partes intervenientes han pasado por un largo proceso de negociaciones donde ambas han podido establecer los términos y condiciones que finalmente darán lugar a la celebración de contratos definitivos que supondrán la transferencia de activos, acciones y/o demás bienes que pudieran ser materia de la operación y que, concluyentemente, tendrán como consecuencia el cierre de la misma.

Sin perjuicio de que las negociaciones o tratativas previas al *cierre* de la operación se estructuren según la buena fe de quienes intervienen en esta; ocurre que, en muchos casos, por la complejidad de la transacción en sí o de los bienes que serán materia de transferencia, las partes ignoran de manera

* Con la colaboración de Andrea Rieckhof y Augusto Iberico.

** www.gbplegal.com

1 Por su definición en inglés: *Mergers & Acquisitions*

definitiva todas las situaciones contingentes que podrían materializarse como consecuencia de la operación diaria de la empresa.

Usualmente, en la fase previa al cierre de la transacción, la parte compradora intentará recabar toda la información posible de los bienes que está interesada en adquirir y de la marcha del negocio materia de compra a través de la elaboración de diversos *due diligence* destinados a poder prever la ocurrencia de situaciones que, en el futuro, puedan resultar contingentes y que, a su vez, signifiquen una afectación patrimonial para quien pudiera verse perjudicado por ellas.

En atención a lo anterior, es sabido que a pesar de todos los esfuerzos desplegados para adquirir dichos conocimientos, tanto por los abogados, contadores y técnicos contratados por la parte compradora, es bastante común que al momento de negociar los términos y condiciones de la operación final, en la mayoría de veces no se llegue a tomar conocimiento de todas las situaciones que podrían en algún futuro resultar contingentes. Ello puede tener su origen en varios factores, entre ellos, el desorden de la empresa materia de adquisición, de lo limitado del proceso de *due diligence*, de cierta información confidencial que la parte vendedora no está dispuesta a revelar antes del cierre de la operación como, por supuesto, al ocultamiento intencional de cierta información que los vendedores deciden no revelar a fin de propiciar el cierre de la transacción o de evitar la disminución del precio de venta.

Con el objetivo de evitar los posibles perjuicios que podrían ocasionarse por las situaciones descritas anteriormente, se han desarrollado y perfeccionado, a lo largo de los años, una serie de mecanismos que, de alguna manera, permiten proteger a la parte compradora ante los daños que eventualmente podrían materializarse como consecuencia de la conclusión de la operación.

La fórmula más comúnmente utilizada consiste en designar a un tercero que intervendrá en calidad de administrador o custodio de determinados bienes o fondos que servirán para cubrir la ocurrencia de situaciones, ya sea que hayan sido identificadas previamente o que se desconozcan al momento de la negociación de los términos y condiciones de la operación principal. Esta fórmula, conocida como comisión de confianza, la que en una de sus variantes contiene la figura del escrow, es la que será materia de análisis en el presente artículo.

Por último, es importante tener en cuenta que este mecanismo es utilizado normalmente en la medida en que la transacción final involucre la transferencia de la totalidad de las acciones materia de la operación, lo que implica que la parte vendedora deje de estar involucrada en el manejo de la empresa, desligándose de las obligaciones de la misma. En los casos donde la parte compradora adquiere solo un porcentaje del accionariado, aun cuando este sea mayoritario, la parte vendedora todavía estará involucrada en las operaciones de la sociedad y participará de los resultados de la misma, lo que

normalmente hace innecesaria la utilización de mecanismos de protección de este tipo.

2. CONTRATO DE ESCROW

De todas las definiciones que pueden encontrarse para explicar la figura del escrow, posiblemente la más acertada es la que plantea los alcances del mismo considerándolo un depósito en garantía producto de la retención de parte del precio de venta a ser entregado a un tercero; o, en el caso de los escrows financieros, al *agente escrow*, en respaldo de situaciones identificadas inicialmente que de ocurrir, facultarán a quien resulte garantizado a exigir la entrega de los fondos entregados en garantía.

En ese sentido, conviene analizar las características funcionales más importantes según cada aspecto del contrato escrow.

- ***Atípico***

Si bien la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros (en adelante, la Ley)² lo menciona de manera muy breve, puede considerarse que el contrato escrow no encuentra una regulación específica en ningún dispositivo legal vigente. En todo caso, le resultarán aplicables, en cuanto sean pertinentes, las normas general y especial de contratos contenidas en el Código Civil.

- ***Consensual / No formal***

Como consecuencia del punto anterior, al no ser una figura regulada legalmente para el perfeccionamiento constitutivo del contrato de escrow, no existe una formalidad obligatoria para su celebración. En ese sentido, salvo que las partes lo regulen, no habrá ningún requisito formal de carácter imperativo cuya inobservancia genere la nulidad del contrato. No obstante, resulta lógico que al menos el contrato conste por escrito; ya que debe contener las instrucciones del agente escrow, las situaciones previstas como contingentes y demás elementos necesarios para su operatividad.

- ***Accesorio / Subordinado***

Para brindar una definición acertada del escrow, es necesario destacar que su existencia presupone también la de un contrato principal en donde previamente se han establecido las condiciones en las que este va a operar, así como los pasivos y contingencias ocultas que este va a cubrir en caso lleguen a materializarse.

2 Ley 26702: Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros

No obstante lo señalado anteriormente, debe tenerse en claro que la existencia de ambos contratos es independiente toda vez que generan obligaciones y relaciones jurídicas distintas en atención a las causas que los motivan; ello aun cuando uno podría considerarse subordinado al otro. En tal sentido, el contrato principal (contrato de compraventa) regulará la relación contractual originada en virtud de la operación de M&A; y el del escrow, la relación que se originará entre el agente depositario de confianza o agente escrow con las partes intervenientes de la relación principal.

- ***Oneroso***

Es sabido que, en todo contrato, la valorización de las prestaciones está sujeta a lo que las partes estimen conveniente. Sin embargo, en la constitución del escrow, lo regular es que quienes lo utilicen deban retribuir al agente de confianza o agente escrow por los servicios a prestar, atendiendo al hecho de que este tendrá, bajo su responsabilidad, la custodia de los fondos que le son entregados y su actuación según instrucciones dadas por las partes.

- ***Tracto sucesivo***

El contrato escrow es, por naturaleza, un contrato de trato sucesivo; pues su vigencia se mantiene en el tiempo por el plazo pactado entre las partes. Así, este contrato solo se entenderá concluido luego de transcurrido el tiempo fijado por las partes para el descubrimiento de los eventuales pasivos ocultos o la materialización de las contingencias, salvo que las partes decidan ponerle término antes del final del plazo fijado originalmente.

- ***Tripartito***

El contrato escrow, atendiendo a su naturaleza, tiene normalmente tres partes involucradas: la primera, es la parte vendedora; la segunda, la parte compradora; y la tercera, la persona o entidad que actuará como agente escrow y que tendrá a su cargo el depósito de los fondos en garantía.

Visto lo anterior, puede afirmarse que el contrato de escrow se define como aquel contrato que regula las condiciones de actuación de un agente de confianza elegido de común acuerdo por dos o más partes; a fin de que, a cambio de una retribución, custodie ciertos fondos dentro de un determinado plazo y que, de presentarse determinadas circunstancias, actúe en concordancia con las instrucciones proporcionadas, entregando una parte o la totalidad de los fondos en custodia a alguna de las partes intervenientes según se haya indicado en el contrato.

Finalmente, resulta pertinente aclarar que los fondos, producto de este encargo, de presentarse las circunstancias previstas, deben ser destinados a

la empresa que fuera objeto de la compra y no necesariamente a la parte compradora; pues el origen de los mismos normalmente obedece a contingencias que se han materializado y que dicha empresa debe cubrir.

3. EL AGENTE ESCROW

Será agente escrow cualquier tercero ajeno a la relación principal que intervenga en el contrato de escrow como agente depositario de los fondos y que las partes hayan destinado a su custodia; a fin de que mantenga la posesión de los mismos durante el plazo que hayan estimado conveniente.

Dentro de dicho plazo, el agente deberá actuar estrictamente bajo las instrucciones que las partes le hayan dado, no pudiendo hacerlo de manera distinta. Al ser las partes que lo designan quienes establecen el marco de su actuación en función a sus propios intereses, las instrucciones del agente variarán según cada operación en particular.

La responsabilidad del agente escrow se limita expresamente a las obligaciones que este asume de acuerdo con el contrato; de forma que no se le pueden atribuir deberes u obligaciones que no estén previamente estipuladas, más aún si; por lo general, este actúa según las instrucciones que le fueron dadas por las partes a modo de mandato.

En virtud de ello, el agente designado por las partes en ningún caso deberá intervenir en las situaciones que pudieran suscitarse entre ellas como consecuencia de la relación principal; ya que estaría desnaturalizando las funciones que el cargo de confianza entregado genera.

Un aspecto que resulta sumamente relevante es que las partes reconocen y establecen que el agente escrow solo puede operar de acuerdo con lo establecido en el contrato y según las indicaciones precisas ahí estipuladas, y bajo ningún supuesto según el criterio que pudiera tener para la disposición de los fondos; ello en la medida que el agente es solo un mero depositario instruido para actuar de acuerdo con lo establecido por las partes.

El agente escrow, dependiendo de lo que se estipule en el contrato, puede tener abierta la posibilidad de renunciar en cualquier momento al cargo que desempeña, notificando anticipadamente a los intervenientes de la operación principal de su decisión de retirarse la elección y de poner en marcha los mecanismos previstos para la elección del agente sustituto.

Finalmente, resulta sumamente importante que las partes, conjuntamente con el agente escrow, regulen todas las situaciones posibles que puedan ocurrir en mérito de las acciones de este último; pues, de lo contrario, podrían verse involucradas en nuevas negociaciones para definir el destino de los fondos dados en garantía, en una situación en la que habrá una nueva tercera parte involucrada y en circunstancias de probable conflicto entre ellas,

distinta a la que existía al momento en que negociaron el cierre de la transacción inicialmente.

A continuación, analizaremos brevemente los distintos tipos de agentes escrow que pueden existir para actuar como depositarios de fondos en garantía de contingencias. En principio, si bien lo usual es que se designe una empresa del sistema financiero, el agente escrow puede también ser una persona natural de carácter independiente que las partes hayan podido designar.

a) *Escrow a cargo de una persona natural*

Como actualmente la figura del escrow no cuenta con una regulación específica, nada impide que las partes lo regulen según su voluntad ni mucho menos que se encuentren limitadas al elegir el agente de confianza que estimen adecuado para custodiar los fondos entregados en garantía, cualquiera sea la naturaleza de estos.

En virtud de lo anterior, puede darse el caso en que el agente escrow sea una persona natural instruida según las indicaciones de las partes. Resulta razonable que, por lo general, esta genere un nivel de confianza bastante aceptable entre las partes; dado que hará las veces de depositario durante el plazo de vigencia del escrow y deberá actuar según las instrucciones que le fueron entregadas.

Pueden incluirse, dentro de este apartado, aquellas situaciones en donde el monto escrow es entregado a un notario público quien, en el ejercicio de sus funciones, hará las veces de agente depositario, pudiendo otorgar fe pública a los actos de administración y custodia que efectúe durante la vigencia del escrow.

No obstante, debe tenerse en cuenta que, dependiendo de la complejidad de la transacción, la designación de una persona natural como agente escrow suele tener ciertas limitaciones para el desarrollo del mismo. Así, puede verificarse que, en estos casos donde el agente escrow es una persona natural, lo usual será entregarle un cheque de gerencia con el monto a mantener en custodia, monto que, al no estar depositado en una cuenta de una institución financiera, no podrá desdoblarse en partes. Como consecuencia de lo anterior, las posibilidades de actuación del agente escrow se verán limitadas únicamente a entregar el cheque recibido a una parte o a la otra, sin posibilidades de efectuar pagos parciales de presentarse contingencias por montos menores a las sumas recibidas en custodia.

Así, su actuación normalmente se limitará a mantener los fondos en custodia por un plazo (que suele ser breve, pues durará mientras el cheque de gerencia se encuentre vigente y sea susceptible de ser cobrado); luego del cual procederá a entregarlo a una parte o a la

otra, independientemente de las contingencias que se materialicen o el monto de las mismas. Por ello, el uso de agentes de esta naturaleza solo tiene sentido en la medida en que su función sea la devolución de los fondos a la parte compradora ante la ocurrencia de un determinado suceso o su entrega a la parte vendedora si dicho suceso no se materializa.

Finalmente, es también relevante tener en cuenta que los fondos entregados en custodia a una persona natural no generarán intereses; por lo que, de tratarse de montos de naturaleza considerable o durante un periodo de tiempo relativamente extenso, podrían ocasionar una pérdida importante de valor a quien finalmente los reciba.

b) *Escrow a cargo de una institución financiera*

Tal como se ha señalado previamente, el presente trabajo se centra en la figura del escrow llevado por una institución del sistema financiero que recibe, según la instrucción de las partes, fondos susceptibles de ser custodiados por ella. Dicha institución abre una cuenta especial a nombre de las partes y deposita los fondos en la misma. Si bien los titulares de esta cuenta suelen ser las partes del contrato principal, los fondos depositados en ella son intangibles por ellas y solo pueden ser retirados cuando ocurran las circunstancias previstas en el contrato escrow o transcurra el plazo establecido.

Por lo general, en las operaciones de M&A, cuando se utiliza un escrow financiero, la parte compradora entrega a la institución financiera una parte del precio de venta por la transferencia de las acciones o bienes acordados en la operación principal, a fin de que estos sean depositados en una cuenta especial. Cabe resaltar que la entrega de parte del precio final al agente escrow no es una característica exclusiva del escrow financiero; pero se da con mayor frecuencia dada las ventajas que las entidades financieras otorgan a los usuarios y que podemos resumir a continuación:

- **Generación de intereses:** Las cuentas bancarias donde son depositados los fondos generan intereses durante el tiempo que permanezcan depositados. Dado que dichos fondos usualmente son parte del precio de venta, resulta usual que de no ser utilizados para cubrir contingencias, estos pasarán a formar parte del patrimonio de la parte vendedora; en tal sentido, es también usual que los intereses generados por dichos depósitos pasen a ser propiedad de dicha parte. Si bien lo regular es que, en las operaciones de M&A, se trate a los intereses como se ha descrito anteriormente, debido a que no existe nada regulado sobre el particular, su destino siempre dependerá de la decisión de las partes.

- **Posibilidad de inversión directa en activos financieros:** Haciendo uso de ciertas facultades de administración otorgadas por las partes, en algunos casos, el agente escrow estará facultado para invertir el dinero entregado en activos financieros tales como bonos o papeles comerciales. Esta situación ocurre con frecuencia cuando los fondos van a permanecer en escrow durante plazos muy largos y en los que el retorno financiero que generan los intereses no es suficiente para cubrir las expectativas de las partes. Estos casos suelen estar sumamente regulados, en especial, el tipo de papeles en los que se invierte y los plazos de inversión.
- **Flexibilidad para pagos/liquidaciones parciales:** Como se ha visto someramente en una sección anterior, la ventaja principal de utilizar a entidades financieras para abrir cuentas escrow consiste en la posibilidad de que las mismas puedan realizar liquidaciones parciales de los montos depositados cuando se den determinadas circunstancias previamente pactadas por las partes y cuyos requisitos se describirán más adelante.

4. LA CUENTA ESCROW

El escrow financiero presupone la creación de una cuenta escrow, creada con el fin de mantener los fondos entregados al agente escrow como garantía durante un periodo de tiempo durante el cual podrían ocurrir determinados sucesos preestablecidos en el contrato escrow e identificados comúnmente como “situaciones indemnizables” que originarán que parte o el total de los fondos depositados se destinen a cubrir dichas situaciones indemnizables.

Como ya se ha mencionado, por lo general, en las operaciones de M&A, la cuenta escrow contiene parte del precio de venta de las acciones, activos y demás bienes materia de la transacción de compraventa y que la parte vendedora, de no existir el escrow, hubiese transferido a la parte compradora en el cierre de la operación. Sin embargo, a fin de asegurarse que las representaciones y garantías realizadas por la parte vendedora son verídicas y correctas, parte de ese precio queda “retenido” en una cuenta escrow.

La principal ventaja de que los fondos en escrow sean depositados en una cuenta de una institución financiera es que, durante la vigencia del acuerdo, se permite la posibilidad de efectuar pagos parciales contra dicha cuenta. Como hemos mencionado, los fondos dados en garantía se utilizan para garantizar a la parte compradora ante la aparición de determinados eventos que no fueron tomados en cuenta para la determinación del precio de venta (pasivos ocultos, materialización de contingencias, etc.) de manera que esta podrá hacer uso de dichos recursos y así asumir el costo de las obligaciones que dichas situaciones generen en caso se manifiesten. Visto lo anterior, no tendría sentido esperar la terminación del plazo del escrow para poder retirar los fondos; dado que las

circunstancias previstas para que ello suceda suelen presentarse en cualquier momento; por ello, es normal establecer algunas condiciones para retirar los fondos antes del vencimiento del plazo del escrow. Estas suelen ser:

- a) **Plazos:** Se pacta que, cada cierto tiempo, la parte compradora puede recurrir al escrow para retirar las sumas a las que tenga derecho.
- b) **Monto:** Normalmente se establecen montos mínimos para efectuar retiros; pues los costos financieros de cada uno de ellos, en algunas ocasiones, serían muy elevados frente a lo que efectivamente se retiraría.
- c) **La ocurrencia de determinados sucesos previamente pactados:** Una resolución judicial, el despido y liquidación de parte del personal, etc.

En la mayoría de los casos, suele establecerse como requisito para hacer uso de los fondos que la deuda y/o la obligación garantizada, sea cual fuere su naturaleza, haya quedado firme y/o no pueda ser materia de apelación, impugnación o cuestionamiento de cualquier índole. Esta característica suele ser el elemento más controversial para el retiro de los fondos en escrow; ya que la entidad financiera a cargo de la cuenta no tiene manera de conocer si ello es así o no, pues no es su función hacerlo. Es aquí donde la redacción del contrato escrow resulta más relevante y compleja; puesto que las partes deben poder asegurarle al agente escrow que, sin tener que utilizar ningún elemento subjetivo o sujeto a su criterio, pueda disponer de los fondos sin incurrir en responsabilidad.

CAP. VII

La primera fórmula –y la más evidente– es que ambas partes autoricen, de manera conjunta, el retiro de los fondos; sin embargo, esta posibilidad es también la menos probable de ocurrir; pues normalmente, en esos momentos, la operación ya se encuentra cerrada y la parte vendedora ya entregó el manejo de la empresa a la parte compradora, siendo que su único interés es el de cobrar su saldo del precio, por lo que estará poco propensa a autorizar retiros de fondos salvo que resulte evidente la necesidad de hacerlo. En todos los demás casos, se suele recurrir a un tercero “mediador”, normalmente una empresa auditora, que certifique que el evento que detona el retiro de una parte de los fondos se ha producido y que el mismo es definitivo y no sujeto a reclamo o cuestionamiento de ningún tipo. Concluyentemente, por lo general el contrato escrow deberá contener una provisión que indique que el agente escrow estará autorizado a entregar los fondos a la parte que le correspondiera en la medida en que reciba una certificación de la entidad mediadora designada, confirmando la ocurrencia del suceso y de que este es definitivo y no susceptible de impugnación o reclamo.

5. COSTOS DE LA CUENTA ESCROW

El pago de la retribución al agente escrow es un punto importante que debe ser tomado en cuenta al momento de decidirse hacer uso de este mecanismo y debe ser pactado en el contrato escrow; dado que su falta de regulación generará necesariamente un incremento en el costo de la transacción.

Usualmente, la entidad financiera suele cobrar una retribución que se divide en dos partes: una fija o de estructuración que es abonada al abrirse la cuenta escrow y una variable que se genera cada vez que las partes solicitan el retiro de los fondos depositados.

Es también posible que se pacte una retribución de salida que cubra el costo de entregar los saldos existentes a las partes al vencimiento del plazo del contrato escrow y el cierre de la cuenta. Estos costos suelen ser distribuidos entre las partes en montos iguales; ya que ambos están siendo beneficiados de la prestación del agente escrow; sin embargo, las partes pueden siempre pactar algo distinto en relación a ello.

Finalmente, es normal que los contratos escrow contengan una cláusula que permita al agente utilizar los fondos depositados en su entidad para cubrir los costos de su retribución si estos no fueran pagados por las partes en su oportunidad.

6. LA REGULACIÓN DEL ESCROW EN EL PERÚ

Como se ha mencionado previamente, la figura del escrow solo se encuentra regulada muy brevemente por la Ley N° 26702 (Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros).

En primer lugar, encontramos el artículo 221 que textualmente señala:

“ARTÍCULO 221º.- Operaciones y servicios.

Las empresas podrán realizar las siguientes operaciones y servicios de acuerdo a lo dispuesto en el capítulo I del título IV de esta sección segunda:

... 32. Aceptar y cumplir las comisiones de confianza que se detallan en el artículo 275...”

Como se puede apreciar a continuación, este último artículo se limita a enumerar, de manera genérica, las funciones a las que la actividad de los agentes de custodia o escrow podrán ejercer bajo el título de comisión de confianza; en tal sentido, para las operaciones de M&A, resultan relevantes únicamente aquellas del numeral 14:

"ARTÍCULO 275º.- Comisiones de confianza.

Las comisiones de confianza que, señaladamente, sin perjuicio de las demás que autorice la Superintendencia, pueden aceptar y ejecutar las empresas, según el numeral 32 del artículo 221º, son las siguientes:

14. Celebrar contratos de mandato, con o sin representación, incluyendo los poderes generales o especiales para:

- i. *Administrar bienes.*
- ii. *Cobrar créditos o documentos.*
- iii. *Comprar y vender acciones, bonos y demás valores mobiliarios.*
- iv. *Percibir dividendos e intereses.*
- v. *Representar a los titulares de acciones, bonos y valores.”*

En el mismo cuerpo legal y siguiendo con la regulación pertinente para el escrow, el artículo 276 establece cuáles serán las disposiciones de fondo que le resultan aplicables, remitiéndose a normas generales de derecho mercantil y derecho común dejando una carta abierta a quienes las utilicen:

CAP. VII

ARTÍCULO 276º.- Reglas sobre comisiones de confianza.

Rigen para el ejercicio de las comisiones de confianza que se confiera a las empresas las siguientes reglas:

1. *Las empresas están sujetas a las disposiciones del derecho mercantil y del derecho común, en cuanto no hayan sido modificadas por la presente ley.*

Para efectos de este apartado y como se ha señalado previamente, cabe destacar que la norma en mención otorga la posibilidad de que el agente escrow pueda renunciar a su posición sin expresión de causa o que por alguna otra circunstancia deje de estar en condiciones de prestar el servicio contratado tales como una eventual liquidación o quiebra. Ante la ocurrencia de cualquiera de estos hechos, las partes del contrato escrow deben cuidarse de pactar los mecanismos que servirán para reemplazar al agente escrow, en caso de darse una renuncia o que entre en un proceso de liquidación.

Finalmente, la falta de regulación puede analizarse de dos formas distintas: (i) Como una deficiencia de la Ley materia de comentario que ante una situación de hecho como lo es la utilización de la figura del escrow en muchas de las operaciones comerciales más significativas del país, permanece en silencio y deja a criterio de los sujetos que utilicen su configuración a través de la manera contractual que estos elijan; y (ii) la que consideramos es la más adecuada, como una ventaja para quienes decidan utilizar el escrow en una operación de M&A, en la medida que tendrán mayor capacidad de regulación respecto a los alcances del contrato y sus efectos, más aún si existen pocas

disposiciones de carácter imperativo que restrinjan dichas sus posibilidades de regulación.

7. COMENTARIOS FINALES

Como puede apreciarse en la realidad cotidiana, el escrow financiero es una figura de amplio uso en las operaciones de M&A que permite a quienes la utilizan generar una garantía sobre los fondos correspondientes al pago de una prestación generada, en virtud de un contrato alterno que hace las veces de principal.

Dado que los fondos otorgados al escrow permanecen bajo custodia de una entidad financiera que ha sido elegida por ambas partes sobre la base de la confianza que esta pudiera generar para ambas; puede afirmarse que ocasiona un incentivo adicional al momento de contratar, ello debido a que establece las circunstancias en las que dichos fondos podrán ser liberados, a fin de reparar las situaciones y pasivos contingentes previstos. Sin embargo, es sumamente importante considerar todos los aspectos circundantes a un contrato de este tipo al momento de su negociación, a fin de que su existencia cubra de manera adecuada los intereses de ambas partes y no sea el causante de una controversia imprevista no deseada por ellas.

Segunda Parte

FUSIONES Y ADQUISICIONES EN AMÉRICA

Capítulo VIII	COMENTARIOS SOBRE LOS PROCESOS DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS
Capítulo IX	ASPECTOS PRINCIPALES EN CONTRATOS INTERNACIONALES DE COMPROVENTA DE ACCIONES
Capítulo X	LOS DESAFÍOS DE IMPORTAR CONCEPTOS DEL DERECHO ANGLO-SAJÓN EN CONTRATOS DE M&A REGIDOS POR LA LEGISLACIÓN BRASILEÑA
Capítulo XI	LAS CLÁUSULAS DE MATERIAL <i>ADVERSE CHANGE</i> Y SU UTILIZACIÓN GLOBALIZADA EN CONTRATOS DE M&A
Capítulo XII	EL ROL LEGAL DE LAS REPRESENTACIONES Y GARANTÍAS EN LAS JURISDICCIÓNES DE DERECHO CIVIL
Capítulo XIII	GUÍA BÁSICA DE AUDITORÍA SOBRE CUMPLIMIENTO DE LA LEY DE PRÁCTICAS CORRUPTAS EN EL EXTRANJERO EN OPERACIONES DE M&A TRASFRONTERIZAS: EVITANDO RIESGOS LEGALES Y COMERCIALES
Capítulo XIV	LA FUNCIÓN Y EXIGIBILIDAD DE LOS ACUERDOS DE ACCIONISTAS: ANÁLISIS DESDE LA PERSPECTIVA COLOMBIANA Y ANOTACIONES DE DERECHO COMPARADO
Capítulo XV	EL NUEVO RÉGIMEN DE COMPETENCIA EN ECUADOR: EL CONTROL DE FUSIONES Y ADQUISICIONES
Capítulo XVI	EL FONDO DE COMERCIO EN VENEZUELA
Capítulo XVII	<i>JOINT VENTURES</i> INTERNACIONALES PROBLEMAS Y CONSEJOS
Capítulo XVIII	LIMITACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD DEL ACCIONISTA

COMENTARIOS SOBRE LOS PROCESOS DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS NO COTIZADAS

Fulvio Italiani

Socio de D'Empaire Reyna Abogados
(Caracas, Venezuela)*

Paula Serra Freire

Abogada de D'Empaire Reyna Abogados
(Caracas, Venezuela)

Sumario:

1. Introducción.
2. Contactos iniciales entre las partes.
3. Organización del grupo de trabajo.
4. Acuerdo de confidencialidad.
5. Carta de intención/memorando de entendimiento.
6. *Due diligence*.
7. Contrato definitivo y cierre de la operación.
8. Conclusión.

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años, las operaciones de adquisición de empresas han aumentado significativamente en Latinoamérica. Las razones de este aumento son muchas y tienen relación directa con el crecimiento económico de los países de la región. En razón de esto, son cada vez más comunes operaciones regionales que se limitan a jurisdicciones latinoamericanas y operaciones globales en las cuales las jurisdicciones de la región tienen especial importancia en razón de bienes ubicados en estos países o de sus mercados.

El objeto de este artículo es describir, en términos generales, los procesos de adquisición de empresas no cotizadas.

2. CONTACTOS INICIALES ENTRE LAS PARTES

La adquisición de empresas no cotizadas generalmente comienza con contactos iniciales exploratorios entre representantes de compradores y vendedores potenciales o sus asesores financieros. En algunos casos, los vendedores potenciales contratan asesores financieros para organizar procesos de

* www.dra.com.ve

venta, en los cuales los asesores financieros identifican e invitan a potenciales compradores a participar en un proceso competitivo de venta.

3. ORGANIZACIÓN DEL GRUPO DE TRABAJO

El trabajo del asesor legal generalmente comienza con un primer contacto del cliente potencial, la revisión de posibles conflictos de interés, y la elaboración y envío de la propuesta de honorarios. Estos primeros pasos pueden ser un poco más complicados cuando la operación involucra múltiples jurisdicciones. En estos casos, el abogado puede o no ser el coordinador del trabajo que se hará en las demás jurisdicciones. El trabajo del coordinador dependerá mucho del estilo del cliente y de sus exigencias en cuanto a las propuestas y a la facturación. Muchas veces los clientes prefieren recibir, por ejemplo, una sola propuesta de honorarios y una sola factura al final del trabajo. Otros preferirán revisar cada una de las propuestas y eventualmente recibir facturas separadas que podrían incluso ser pagadas por sus filiales en las jurisdicciones involucradas en la operación y no a través del coordinador.

La facturación es uno de los temas que suelen generar mucha discusión. Normalmente, el abogado presenta su propuesta al cliente, que puede o no haberle planteado previamente ciertos límites o exigencias. No obstante, cuando la operación involucre varias jurisdicciones, es probable que existan discordancias respecto a los montos de los honorarios estimados en algunas jurisdicciones o respecto a la forma de facturación. En estos casos, el coordinador tendrá que actuar como un mediador para que todos los abogados y el cliente logren llegar a un acuerdo.

Otro tema que debe ser decidido, en esta primera fase, es el nivel de acceso que se dará a los abogados involucrados en la operación. El acceso se entiende no solo como el acceso del abogado al cliente, sino también a la información que estará disponible durante la operación.

Por un lado, el coordinador o el cliente pueden decidir que los abogados de las diferentes jurisdicciones no tendrán contacto directo con el cliente, pero que deberán siempre dirigirse al cliente por intermedio del coordinador. Por otro lado, hay casos en que las partes tienen acceso directo no solo al coordinador sino también al cliente para el envío de información, preguntas o reportes.

La participación activa del coordinador en el intercambio de información puede, en muchos casos, facilitar la comunicación entre las partes. No obstante, es importante considerar que, dependiendo de la operación, algunas jurisdicciones pueden tener una importancia especialmente significativa en comparación con las demás; lo que justificaría el acceso directo, en estos casos, entre cliente y abogados locales.

Independientemente de cómo se decida trabajar, lo que en gran parte dependerá del estilo del cliente o de la operación, es conveniente que el coordinador ponga a la disposición de todas las partes un listado de las personas involucradas en la operación y todos sus datos de contacto. Esta información debería estar a la disposición no solo del cliente sino también de los equipos que trabajarán en el caso. Asimismo, es útil que se indique una persona contacto en cada jurisdicción, para facilitar el envío y circulación de información entre los equipos.

El coordinador debe intentar mantener informados a su equipo y demás equipos de trabajo sobre los objetivos y expectativas del cliente, de los avances de la negociación y de las prioridades que pueda tener el cliente. Las llamadas periódicas son una buena forma de mantener el contacto, informar y controlar los *deadlines*. También es fundamental hacer seguimiento constante con el cliente en cuanto el avance del trabajo en las diversas jurisdicciones.

El coordinador también debe hacer todo lo posible para anticipar problemas y eventuales temas legales que puedan paralizar la transacción en otras jurisdicciones. El coordinador debe estar, en general, informado sobre el contexto legal y económico de cada jurisdicción.

CAP. VIII

4. ACUERDO DE CONFIDENCIALIDAD

La adquisición de una sociedad implica necesariamente un suministro al comprador o compradores potenciales de información y documentación sobre las operaciones de la empresa a ser adquirida lo cual es siempre delicado para cualquier tipo de sociedad, especialmente cuando el comprador potencial es competidor o desarrolla actividades en el mismo sector.

Para preservar la confidencialidad de la información suministrada, el vendedor exige la firma de acuerdos de confidencialidad. En la mayoría de los casos, el acuerdo de confidencialidad también se utiliza para preservar la confidencialidad de las negociaciones preliminares. El acuerdo de confidencialidad es usualmente el primer documento elaborado en el marco de una adquisición.

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 sea 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. Uno de los problemas de los acuerdos de confidencialidad es la dificultad de ejecutarlos en caso de incumplimiento.

5. CARTA DE INTENCIÓN/MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO

Una vez que las partes logran un entendimiento preliminar sobre los elementos básicos de la operación (fundamentalmente, el precio o rango de precio), las partes generalmente suscriben una carta de intención o memorando de entendimiento. El propósito fundamental de este documento es establecer el marco conforme el cual las partes conducirán las negociaciones y el proceso de adquisición, así como también documentar el entendimiento de las partes sobre los elementos básicos de la operación, para procurar evitar una renegociación posterior de dichos elementos. En muchos casos, las cartas de intención establecen un periodo de exclusividad en las negociaciones.

Los temas cubiertos por las cartas de intención usualmente incluyen la definición de algunos términos básicos de la adquisición (precio o rango de precio, forma de pago, porcentaje a ser adquirido), condiciones de cierre, *due diligence*, contratos a ser suscritos, etc., y establecen un plazo para las negociaciones.

Las cartas de intención usualmente no son vinculantes (salvo por lo que respecta a las cláusulas relacionados con exclusividad de negociaciones). Los asesores legales de las partes deben revisar con cuidado las cartas de intención para asegurar que efectivamente no sean vinculantes.

En algunos casos, las cartas de intención se firman antes del *due diligence*; mientras que, en otros, se firman una vez que el comprador potencial ha iniciado el *due diligence* y ha tenido la oportunidad de revisar, por lo menos, una parte de la información sobre los negocios de la empresa a ser adquirida.

6. DUE DILIGENCE

Una vez suscrito el acuerdo de confidencialidad (y dependiendo de la negociación, una vez suscrita la carta de intención), el comprador y sus asesores legales comienzan el proceso de *due diligence*. El *due diligence* consiste en la revisión de la información y documentación financiera, operativa, contable, legal y fiscal de la sociedad a ser adquirida.

La tendencia actual es que el vendedor ponga la documentación e información de la sociedad a disposición del comprador o compradores potenciales a través una base de datos virtual (*virtual data rooms, VDR*). Anteriormente, era más usual que los asesores legales del comprador enviaran una

lista de requerimientos de información y documentación (*due diligence list*) al vendedor.

El uso de VDR tiene ventajas desde el punto de vista de velocidad en el suministro, seguridad y control de la información suministrada. Los vendedores procuran que el *due diligence* (y el proceso de adquisición) afecte en la menor medida posible la operación diaria de la empresa a ser adquirida, evitando distracciones y perturbaciones innecesarias a los ejecutivos y empleados de la empresa a ser adquirida.

El propósito del *due diligence* es múltiple. Por una parte, el *due diligence* busca confirmar la valoración preliminar de la operación e identificar las contingencias que puedan afectar el negocio. Por otra parte, el *due diligence* permite al comprador potencial obtener, en alguna medida, la información necesaria para negociar las representaciones y garantías a ser incluidas en el acuerdo de compra, para negociar los límites de indemnización (topes, deducibles, plazos de vigencia, etc.) y eventualmente renegociar el precio de compra de encontrarse alguna contingencia significativa.

El plazo, alcance y profundidad del *due diligence* dependerán de la posición negociadora del vendedor y de las características de la operación, tales como el tamaño del negocio, el número de sociedades involucradas, las jurisdicciones en las cuales existen bienes, entidades o actividad comercial, etc. También depende del tipo de operación, si es una compra de acciones o de activos.

Luego de la revisión de la documentación disponible, los asesores legales del comprador elaboran reportes de *due diligence* para revisión del comprador. Estos reportes pueden ser generales y cubrir todas las áreas legales, o pueden limitarse a ciertos asuntos o áreas específicas. Algunos clientes prefieren la elaboración de reportes específicos de hallazgos (*red flags reports*) y, en algunos casos, solicitan la elaboración de resúmenes de los contratos. El alcance y tipo de reporte deben ser acordados con el cliente al inicio del proceso.

En el caso de que existan múltiples jurisdicciones, es conveniente que el cliente o los abogados coordinadores elaboren un modelo de reporte a ser utilizado por todos los abogados de las jurisdicciones involucradas, para así facilitar la revisión y análisis de información por parte del cliente y, de este modo, garantizar uniformidad y consistencia. Asimismo, antes del inicio del *due diligence*, es recomendable que el comprador y sus asesores legales acuerden con precisión el alcance de la revisión, incluyendo los umbrales de materialidad (*materiality thresholds*), de forma tal que los asesores legales se enfoquen en la revisión de temas significativos. El reporte de *due diligence* será revisado no solo por los abogados internos del comprador, sino también por la gerencia. Por esta razón, es conveniente que los reportes sean redactados en forma clara y muy sucinta, sin la utilización excesiva de lenguaje legal (*plain language*).

Parte del éxito del *due diligence* depende de una buena coordinación entre las jurisdicciones involucradas. En el caso de adquisiciones de empresas de una jurisdicción distinta a la jurisdicción del comprador (o en el caso de adquisiciones de empresas que operen en varias jurisdicciones), el alcance del *due diligence* es mayor; ya que no solo se limitará al examen de las contingencias de la empresa a ser adquirida, sino que también abarcará una descripción del régimen corporativo, legal, regulatorio y fiscal del país.

A continuación, mencionamos algunas de las materias que normalmente son objeto de revisión en un *due diligence* legal.

- ***Corporativo***

La información corporativa que usualmente se solicita y se revisa tiene como objetivo la confirmación de la constitución y existencia legal de las sociedades a ser adquiridas así como el entendimiento de la estructura del grupo de empresas objeto de la adquisición, la existencia de las acciones o activos a ser adquiridos, la inexistencia de gravámenes, la revisión de acuerdos de accionistas, además de la estructura accionaria de cada una de las empresas del grupo. Los documentos que se solicitan incluyen, entre otros, el organigrama del grupo de empresas, los documentos constitutivos y estatutos de la sociedad, las actas de asambleas de accionistas y de junta directiva, los certificados de acciones, la información detallada de los accionistas de cada empresa del grupo, de sus subsidiarias y afiliadas, los porcentajes de participación en cada empresa y detalles de otros propietarios que no formen parte del grupo.

Adicionalmente, también es conveniente solicitar copias de documentos que brinden al comprador o a la parte interesada una idea general de la situación corporativa de cada empresa. Entre estos documentos, se incluyen los poderes o listados de apoderados, información sobre cuentas bancarias y personas autorizadas a movilizarlas, información sobre los bienes muebles e inmuebles de propiedad de la sociedad, arrendamientos, oficinas y plantas, políticas corporativas y lineamientos de procedimiento para la toma de decisiones, etc.

Finalmente, es importante que cada una de las partes que celebren el acuerdo de compraventa tenga las aprobaciones corporativas requeridas de acuerdo con sus estatutos y que las personas que firman el contrato en nombre de las partes estén debidamente autorizadas para hacerlo según la legislación aplicable y los estatutos de cada empresa. Esta información también debe ser revisada en la fase de *due diligence*.

- **Contratos significativos**

Los contratos también son objeto de revisión en un *due diligence*, independientemente del tamaño de la operación. Generalmente se solicitan copias de todos los contratos significativos de la sociedad, conforme al umbral de materialidad definido con el cliente.

Los asesores legales del comprador deben revisar con especial cuidado si los contratos significativos contienen cláusulas que permitan a la contraparte terminar dichos contratos (o en el caso de contratos financieros, acelerar la deuda) como resultado de la adquisición (mejor conocidas como cláusulas de cambio de control). Otras cláusulas que merecen especial revisión son las cláusulas de exclusividad, vigencia, no competencia, penalidades, terminación, etc. En caso de compra de activos, debe verificarse si los contratos pueden ser cedidos al comprador y si dicha cesión requiere autorización o notificación de la contraparte.

En algunos casos, el cliente requiere que los abogados准备 un resumen de los contratos revisados. En este caso, es conveniente acordar con el cliente un formato de resumen de contratos con el objetivo de asegurar consistencia en la revisión y que los abogados revisen los aspectos considerados importantes por el cliente.

- **Estados financieros**

Todo abogado involucrado en el *due diligence* debería, como primera tarea, leer detenidamente las notas sobre los estados financieros de la empresa a ser adquirida (y, de ser el caso, cualquier calificación contenida en el informe del auditor externo de la empresa). La lectura de las notas permite que los abogados adquieran un conocimiento general del negocio y las operaciones de la empresa así como de las principales contingencias reveladas en dichas notas.

- **Aspectos fiscales**

La auditoría fiscal normalmente consiste en la revisión del cumplimiento formal de las obligaciones fiscales de la sociedad. La revisión fiscal generalmente se limita a los períodos no prescritos.

Dependiendo de la jurisdicción, es necesario revisar, además de las obligaciones nacionales o federales, las obligaciones municipales y estatales. (como por ejemplo las licencias de actividades económicas municipales, los pagos de impuestos municipales, consultas fiscales por parte de autoridades fiscales locales), cualquier auditoría, declaración o reporte presentado por la empresa y auditorías pendientes para cualquier periodo previo que pudiera afectar la responsabilidad fiscal, créditos u otros atributos fiscales de la sociedad.

- **Aspectos laborales**

La revisión laboral tiene el propósito de identificar eventuales contingencias en razón de litigios pendientes o eventuales contingencias vinculadas al incumplimiento de la normativa laboral vigente. La revisión de la información laboral también es importante para que el comprador pueda tener conocimiento del entorno laboral de cada una de las jurisdicciones involucradas y evaluar temas como por ejemplo la posibilidad o no de efectuar reducciones de personal.

Generalmente, se solicita información y documentación sobre la nómina de la empresa, discriminada por centro de trabajo. Esta información debería incluir un listado completo de los empleados, indicando el tipo de contrato, el cargo ocupado por cada uno, su fecha de ingreso y salario. También es importante solicitar informaciones acerca de empleados tercerizados y también un listado de los beneficios acordados a los empleados, de los convenios colectivos aplicables y de la existencia de sindicatos organizados y conflictos laborales. En algunos casos, los clientes solicitan que los abogados准备 un resumen de los beneficios establecidos en los contratos colectivos.

La revisión laboral también debe incluir información y documentación relacionada con los litigios, demandas, disputas y procedimientos existentes, acuerdos y transacciones pendientes, así como pagos de contribuciones obligatorias y otros pagos a las autoridades en materia laboral. Igualmente debe ser revisado el cumplimiento del pago de prestaciones sociales e indemnizaciones por despido, de obligaciones vinculadas a la seguridad y salud laboral, contribuciones a la seguridad social y registros laborales.

La información que se solicita puede variar mucho dependiendo de la jurisdicción. Algunas jurisdicciones tienen ciertas particularidades que deben ser tomadas en cuenta, como por ejemplo en Venezuela es importante revisar la existencia y actualización de todas las solvencias laborales una vez que son recaudos necesarios para la solicitud de adquisición de divisas al cambio oficial.

Finalmente, es igualmente importante verificar si los empleados gozan de algún tipo de medida de protección de empleo (inamovilidad por maternidad, paternidad o en razón de elección como delegados de prevención o representantes sindicales). Información sobre la jornada de trabajo, vacaciones, días de descanso, horas extras también son relevantes.

- **Litigios**

La revisión de los litigios en los cuales puede ser parte la sociedad se hace necesaria para la evaluación de eventuales contingencias y

riesgos que pueden ser importantes si involucran montos, bienes o derechos significativos, conforme a lo definido con el cliente al comienzo del *due diligence*. Es importante solicitar información y documentación respecto a la existencia y estado de litigios, reclamos, procedimientos administrativos, investigaciones, medidas judiciales y órdenes gubernamentales (preliminares, cautelares o definitivas) contra la sociedad y sus subsidiarias, tanto en materia civil y comercial como regulatoria y fiscal. En muchas jurisdicciones no existen sistemas que permitan identificar en forma independiente los litigios iniciados contra las empresas; de allí la importancia de solicitar y revisar las cartas de los abogados externos a los auditores externos de la empresa que indican los juicios y contingencias contra la misma (“cartas de auditores”).

- **Aspectos regulatorios**

La solicitud de documentación regulatoria dependerá directamente de la actividad desarrollada por la sociedad y de la jurisdicción en la cual las actividades son realizadas. Los documentos básicos a ser solicitados y revisados incluyen licencias, consentimientos, permisos, autorizaciones, exenciones y/u otros documentos requeridos por la sociedad para operar su negocio, tanto obtenidas como por tramitar, así como los permisos y licencias de uso de los bienes de la sociedad y otras aprobaciones o autorizaciones regulatorias necesarias que pueden variar dependiendo de la jurisdicción o de la actividad.

También es importante solicitar información sobre las violaciones e incumplimiento de las licencias y permisos necesarios para la operación del negocio o cualquier factor o circunstancia que pueda llevar a que dichas licencias o permisos sean revocados o no sean renovados.

Finalmente, en cada jurisdicción, es necesario analizar si existe la necesidad de notificar o de obtener autorización de las autoridades gubernamentales de competencia o de otro tipo para poder completar la adquisición.

- **Aspectos ambientales**

Así como en el caso de la información regulatoria, en el caso de la información en materia ambiental, la solicitud de documentos que serán revisados también depende de la actividad económica desarrollada por la sociedad y de la jurisdicción en la cual las actividades son realizadas. Los aspectos que deben ser tomados en cuenta son los problemas, riesgos, incumplimientos, permisos, licencias, registros y autorizaciones ambientales vigentes y en trámite, así como la existencia y el estado de procesos o investigaciones por asuntos

ambientales que afecten la sociedad o sus subsidiarias en relación a cualquier incumplimiento o potencial incumplimiento de licencias o leyes y reglamentos, notificaciones o reclamaciones ambientales de autoridades gubernamentales o terceros, contingencias ambientales significantes o materiales (reportadas o no) que puedan afectar las operaciones de la sociedad. También es recomendable solicitar copias de la correspondencia con entidades gubernamentales y regulatorias en relación al cumplimiento de las licencias ambientales y la normativa aplicable, así como información sobre las actividades realizadas para remediar asuntos ambientales incluyendo costos estimados, asesorías ambientales internas y externas, auditorías, declaraciones de impactos o reportes similares.

- ***Propiedades***

Es recomendable solicitar una lista de activos significativos de la sociedad, edificios, instalaciones y cualquier otro activo significativo, incluyendo copias de avalúos o reportes de valoración de dichos activos. También es importante solicitar documentos que evidencien el título de propiedad, arrendamientos y otros contratos relacionados a cualquier propiedad de (o usada por) la sociedad y sus subsidiarias y los documentos que evidencien la no existencia de gravámenes sobre dichas propiedades.

- ***Seguros***

Generalmente se solicita copia de las pólizas de seguros, con la descripción de cada cobertura, los beneficiarios, primas, vigencia, incluyendo información sobre eventuales seguros en moneda extranjera. Es recomendable solicitar también los reportes de reclamos de seguros de los últimos años (periodo a ser decidido por el cliente o por los abogados, tomando en cuenta particularidades de cada jurisdicción) y un listado de reclamos de seguros rechazados.

- ***Marcas y patentes***

En lo que se refiere a la propiedad intelectual, generalmente se solicita un listado de todas las patentes, marcas registradas, nombres comerciales, marcas de servicio, licencias, derechos de autor, tecnología, *know-how* y propiedad intelectual pertenecientes o utilizadas por la sociedad, estén o no registradas, indicando las que están licenciadas a la sociedad por terceros o son de propiedad de otras partes (ya sea afiliada a la sociedad o no) distintas a la sociedad.

También es conveniente solicitar una lista de las oposiciones y las objeciones presentadas en contra de solicitudes de marca y patentes tramitadas por terceros, indicando el oponente, los motivos de tal oposición, la marca registrada a la cual se opone y un informe

actualizado respecto a las negociaciones o procedimientos judiciales iniciados para obtener el retiro de tales oposiciones.

Igualmente es recomendable solicitar copias de todos los acuerdos de licencias o regalías suscritos por la sociedad, así como copias de todos los acuerdos de transferencia de tecnología y propiedad industrial, licencias de marcas registradas o cesión de marcas, acuerdos de coexistencia de marcas registradas, acuerdos de asistencia técnica y franquicias, en los cuales la sociedad es parte, además de las modificaciones y renovaciones de dichos acuerdos.

7. CONTRATO DEFINITIVO Y CIERRE DE LA OPERACIÓN

El contenido y estructura de los contratos de compraventa de empresas, en cierta forma, se han estandarizado mundialmente, incluyendo las jurisdicciones latinoamericanas, siguiendo el modelo anglosajón. Los contratos de compraventa generalmente regulan los siguientes aspectos: definiciones, objeto de la compra, precio, forma de pago, cierre de la operación, representaciones y garantías del comprador, representaciones y garantías del vendedor, obligaciones precierre y postcierre, régimen de indemnización, condiciones de cierre, terminación, misceláneos (notificaciones, enmiendas, dispensas, cesiones, confidencialidad, etc.), ley aplicable y jurisdicción. Con respecto al régimen de indemnización del vendedor en caso de que las representaciones y garantías no sean ciertas (o el vendedor incumpla las obligaciones del contrato), el contrato usualmente contempla límites a dicha indemnización (tope máximo, *cap*, deducibles, *thresholds* o *baskets*, plazos de vigencia) y los casos en los cuales no se aplican dichos límites. Las obligaciones postcierre pueden o no incluir obligaciones relacionadas con los ejecutivos y empleados de la sociedad, cláusulas de no competencia, obligaciones de prestación de servicios durante un periodo de transición, etc.

Las operaciones de adquisición en la mayoría de los casos no se pueden completar en la fecha de firma del acuerdo definitivo, vista la necesidad de obtener aprobaciones de competencia o regulatorias antes del cierre. En muchos casos de operaciones globales, el acuerdo incluye los términos y condiciones de la operación global, sin hacer mención expresa a los detalles de cada jurisdicción (incorporando por ejemplo un solo precio por toda la operación y no el precio correspondiente a cada jurisdicción). En estos casos, puede ser útil o necesario elaborar un acuerdo local, que será firmado en paralelo al acuerdo global, en el cual se incluirá solamente la información sobre la operación en lo que se refiere a una determinada jurisdicción.

Además de la negociación y elaboración del acuerdo de adquisición, es importante analizar también temas relacionados con el cierre. Algunos de estos temas son la simultaneidad del cierre de la operación con la celebración del acuerdo, o bien la simultaneidad del cierre en diferentes jurisdicciones,

si hay procedimientos o trámites necesarios para “preparar” el cierre, la necesidad de elaboración y registro ante las autoridades competentes de acta de asamblea en la cual se evidencie el cambio de accionista, si este registro debe ser realizado en determinada fecha, los pagos que sean necesarios para dicho trámite, la necesidad de nuevos poderes o autorizaciones, traducciones, etc.

8. CONCLUSIÓN

Cada operación de adquisición de empresas tiene sus particularidades y ninguna es igual a la otra. No obstante, el alcance y la organización del trabajo de los asesores legales son similares en todas las operaciones. Por ello, es conveniente desarrollar sistemas, metodologías y procesos internos que puedan ser utilizados uniformemente en todas las operaciones de adquisición (en particular en el *due diligence*) para lograr consistencia y excelencia en la prestación del servicio.

ASPECTOS PRINCIPALES EN CONTRATOS INTERNACIONALES DE COMPRAVENTA DE ACCIONES

María-Leticia Ossa-Daza

Socia de Willkie Farr & Gallagher LLP

(Nueva York, EE. UU.)*

Carlos Fernando Barnard Villalba

Asociado extranjero de Willkie Farr & Gallagher LLP

(Nueva York, EE. UU.)

Sumario:

1. Introducción.
2. Aspectos principales en contratos internacionales de compraventa de acciones.
 - 2.1. Precio.
 - 2.1.1. Ajustes al precio.
 - 2.1.2. Escrow.
 - 2.2. Declaraciones.
 - 2.2.1. Materialidad y calificación de las declaraciones.
 - 2.2.2. Otros aspectos relevantes respecto a las declaraciones.
 - 2.3. Cláusulas varias.
 - 2.3.1. Condiciones para el cierre.
 - 2.3.2. Obligaciones.
 - 2.3.3. No competencia.
 - 2.3.4. Transición de la sociedad.
 - 2.4. Solución de controversias
 3. Conclusiones.
 4. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

En la actualidad, las operaciones de fusiones y adquisiciones continúan siendo una de las principales áreas de práctica a nivel internacional. Lo anterior es el resultado del dinamismo continuo de los mercados internacionales y el apetito existente de las empresas por expandirse a otros mercados, ya sea mediante su integración horizontal o vertical.

Los contratos de compraventa de acciones son el instrumento jurídico que ordinariamente se utiliza para documentar y formalizar la compraventa de una sociedad. Si bien existen diversas formas para llevar a cabo la adquisición de una sociedad, la forma más común de hacerlo es mediante la adquisición de las acciones representativas del capital social de la sociedad respectiva. Existen una variedad de estructuras que se pueden utilizar para adquirir una sociedad (*i.e.* compraventa de activos, escisión y posterior fusión, etc.); sin embargo, ese aspecto *per se* podría ser objeto de un diverso análisis.

* www.willkie.com

En aquellas operaciones en las que se involucran partes de diversas nacionalidades y sistemas jurídicos, es común que se utilicen contratos de compraventa de acciones con cláusulas relativamente uniformes, donde las variantes sean consecuencia de la negociación entre las partes y del marco legal que resulte aplicable. Como en toda relación contractual, y sujeto a las limitaciones legislativas y jurisprudenciales existentes, el *principio pacta sunt servanda* es el eje rector que sirve para regular las relaciones contractuales entre las partes.

En el presente artículo, se presentan los aspectos más relevantes que de manera recurrente son objeto de negociación durante la celebración de contratos internacionales de compraventa de acciones (*stock purchase agreement SPA*) en los que se adquieren la totalidad de las acciones, así como las variables o aspectos que comúnmente se presentan en su clausulado, conforme a la práctica internacional actual en el área de fusiones y adquisiciones.

2. ASPECTOS PRINCIPALES EN CONTRATOS INTERNACIONALES DE COMPROVENTA DE ACCIONES

2.1. Precio

CAP. IX
El precio de las acciones objeto de la compraventa es uno de los aspectos más importantes y, sin duda, un elemento esencial de cualquier contrato de compraventa. Si bien, dependiendo de la legislación de que se trate pueden existir ciertas diferencias, lo más relevante es que el precio de las acciones sea cierto y determinado o determinable.

El momento del pago del precio es acordado libremente por las partes. Comúnmente el pago del precio se lleva a cabo al momento en que se perfecciona o concreta la compraventa. Si bien existen operaciones en las que el comprador entrega un anticipo al vendedor, el cual posteriormente podría ser o no tomado a cuenta como parte del precio de la compraventa, lo cierto es que ese aspecto debe ser analizado previamente conforme a lo establecido en la legislación que rija la compraventa, pues podría existir el riesgo de que un juez llegara a considerar que dicho anticipo sea parte del precio y, por ende, podría considerarse que la compraventa ya es exigible lo cual se traduciría en dificultades para el vendedor en caso de que este no quisiera concretar la compraventa.

2.1.1. Ajuste al precio

En contratos de compraventa de acciones en los que se pretenda comprar un negocio en marcha, es común encontrar mecanismos de ajuste al precio. Dichos ajustes pueden ser consecuencia de una serie de variables, entre las que se encuentran la posible obligación de que la sociedad se entregue con determinado capital de trabajo, efectivo en caja y/o deuda. Asimismo, las

partes pueden acordar que el precio se ajuste con motivo de las diferencias entre la valuación realizada durante el proceso de auditoría de la empresa y el resultado final una vez concretada la operación, o incluso, las partes pueden acordar que el ajuste se lleve a cabo con motivo de los resultados futuros del negocio en un periodo de tiempo determinado (*earnout*).

Los mecanismos de ajuste al precio pueden ser muy variados y el incremento o reducción del mismo dependerá del acuerdo de negocios al que hayan llegado las partes al momento de la negociación del contrato de compraventa. Normalmente, el ajuste al precio pretende reflejar el valor real de las acciones objeto de la compraventa. Para efectos de realizar ajustes al precio, las partes pueden utilizar un precio de referencia acordado en el contrato de compraventa el cual después de haberse aplicado determinada fórmula se contrasta contra un diverso precio derivado de una valuación llevada a cabo con posterioridad a la fecha de cierre de la operación. Dependiendo del resultado en la aplicación de dicha fórmula, el ajuste podría ser para reducir o incrementar el precio de las acciones.

2.1.2. Escrow

En la actualidad, es muy común encontrar en contratos internacionales de compraventa de acciones, disposiciones que obligan a la parte vendedora a constituir un depósito en garantía o *escrow*. El objetivo principal del *escrow* es que el vendedor garantice al comprador, parcial o totalmente, el cumplimiento de obligaciones a su cargo. Los recursos con los cuales se constituye el *escrow* normalmente se toman del precio de la compraventa. No obstante lo anterior, también es posible dejar en *escrow* parte de las acciones objeto de la compraventa, o bien, otros activos del vendedor que sirvan para garantizar el cumplimiento de las obligaciones a su cargo. La razón fundamental para solicitar que el vendedor constituya un *escrow* es la de mitigar los riesgos del comprador asociados con la posible dificultad de que, una vez pagado el precio de la compraventa al vendedor, aquel pueda recuperar cantidades exigibles al vendedor derivadas, principalmente, del incumplimiento de obligaciones de este último, ajustes al precio o pago de indemnizaciones o penalidades.

La constitución de un *escrow* se incluye normalmente, ya sea como una condición o una obligación a cargo de la parte vendedora, previo al cierre de la operación. La duración, monto y causas de liberación de los fondos y terminación del *escrow* se pactan de acuerdo con las particularidades de la operación. Típicamente el rango de montos que se dejan en *escrow* va del 5% al 20% del precio de la compraventa, siendo el 10% un promedio de mercado, y la duración común es entre 12 y 24 meses a partir de la fecha del cierre y pago del precio. La constitución del *escrow* se formaliza mediante la celebración de un contrato con un tercero facultado para tal efecto.

2.2. Declaraciones

Las declaraciones (*representations and warranties*)¹ que realiza el vendedor es uno de los aspectos más relevantes y objeto de negociación en los contratos de compraventa de acciones. Normalmente las declaraciones se dividen en: (i) las declaraciones que hace el vendedor respecto a la sociedad cuyas acciones son objeto de la compraventa, (ii) las declaraciones del vendedor respecto a sí mismo y (iii) las declaraciones del comprador.

Las declaraciones son afirmaciones de hecho que realizan las partes respecto de algún aspecto relacionado con el objeto de la compraventa o respecto a sí mismos. Las declaraciones del vendedor respecto a la sociedad incluyen los aspectos más relevantes que el vendedor declara sobre la sociedad y constituyen un elemento de determinación de la voluntad de las partes para celebrar la compraventa.

Entre los aspectos que se incluyen en estas declaraciones, se encuentran declaraciones respecto a: (i) la existencia y estatus corporativo de la sociedad; (ii) la obtención de las autorizaciones para celebrar la operación y llevar a cabo todos los actos derivados de la misma; (iii) la inexistencia de conflictos derivados de la celebración compraventa; (iv) la obtención de autorizaciones gubernamentales; (v) la estructura del capital social de la sociedad, incluyendo el número de acciones autorizadas y suscritas, los tipos de acciones y la existencia o inexistencia de derechos de preferencia respecto a terceros; (vi) la veracidad de los estados financieros, ya sea internos o auditados, que reflejen adecuadamente la situación financiera de la sociedad; (vii) la inexistencia de pasivos o contingencias no reveladas al comprador; (viii) la debida titularidad sobre los activos de la sociedad, incluyendo los derechos respecto a bienes muebles e inmuebles; (ix) la presentación debida de declaraciones fiscales y el cumplimiento de todas las obligaciones fiscales de la sociedad; (x) los contratos relevantes celebrados por la sociedad, incluyendo los contratos con proveedores, con distribuidores, con acreedores, con partes relacionadas, con empleados, con sindicatos, con aseguradoras, los poderes o cualquier otro contrato análogo que pueda ser relevante para la sociedad y que deba ser del conocimiento del comprador; (xi) la propiedad y uso debido de derechos de propiedad industrial; (xii) las acciones, reclamaciones, los procedimientos y litigios en los que la sociedad sea parte, incluyendo los montos de las reclamaciones, la instancia procesal y los datos que permitan cuantificar las posibles contingencias; (xiii) el cumplimiento con la legislación aplicable, incluyendo, en su caso, el cumplimiento regulatorio relacionado con políticas del conocimiento del cliente, leyes antilavado de dinero y detección

¹ Lo más similar a las *representations and warranties* (mismas que conceptualmente tienen un alcance diferente) utilizadas en el derecho de los Estados Unidos de América, son las declaraciones reguladas en la mayoría de los sistemas jurídicos latinoamericanos de tradición civilista.

de financiamiento al terrorismo, así como con los aspectos ambiental, fiscal, laboral, entre otros que resulten aplicables; (xiv) el listado y las condiciones laborales de los empleados de la sociedad, así como los planes de compensación y cualquier otro pacto o acuerdo con estos; (xv) la ausencia de cambios significativos desde la fecha en que se auditó la información financiera de la sociedad; (xvi) la veracidad de los libros corporativos, registros y prácticas contables, así como el debido funcionamiento de los controles internos de la sociedad; (xvii) la obtención de permisos, autorizaciones, concesiones y cualquier otro requisito análogo para el buen funcionamiento de la sociedad; y (xviii) cualquier otro aspecto que pudiera ser relevante para el comprador, atendiendo a la industria o tipo de operaciones que realiza la sociedad objeto de la compraventa.

Por su parte, tanto el vendedor como el comprador realizan declaraciones respecto a sí mismos las cuales se limitan aspectos relacionados con: (i) su debida existencia; (ii) la obtención de las autorizaciones para celebrar la operación; (iii) la inexistencia de conflictos derivados de la celebración de la operación; (iv) la debida titularidad y propiedad del vendedor respecto a las acciones objeto de la compraventa y el cumplimiento con la legislación aplicable; (v) las acciones y litigios que pudieran impactar la operación; (vi) la revelación total y no omisión de información de la sociedad por parte del vendedor; y (vii) la declaración del comprador de que cuenta con los recursos suficientes para consumar la compraventa, los mismos que son de procedencia lícita.

CAP. IX

2.2.1. Materialidad y calificación de las declaraciones

Las declaraciones hechas por las partes pueden estar limitadas por parámetros cuantitativos o cualitativos para determinar la relevancia o materialidad a que estas se refieren, conforme lo acuerden las partes. Mientras más claros y específicos sean dichos parámetros, será menor el grado de interpretación que podrá realizar un tercero.

Los parámetros cuantitativos o cualitativos normalmente se establecen mediante la utilización de una cantidad específica de dinero, que sirve como base para determinar si el hecho sobre el que se declara es relevante o no; o bien, mediante períodos de tiempo sobre los cuales se hace la declaración, pudiendo dicho periodo ser determinado por número de meses o años que abarquen el hecho declarado.

Adicionalmente, las declaraciones pueden estar calificadas según el grado de conocimiento que la parte que declara pudiera tener respecto a la materia de lo declarado, o bien, respecto a un grupo de personas que pudiera tener conocimiento de lo declarado. Por ejemplo, la declaración podría hacerse de manera simple y llana sin calificativo alguno; o bien, pudiera calificarse de acuerdo con “el conocimiento” o el “mejor conocimiento” de la parte que hace la declaración, e incluso podría limitarse a un listado de funcionarios o perso-

nas de la parte que hace la declaración. El alcance de los grados de conocimiento (conocimiento simple o mejor conocimiento, entre otros) dependerá de lo que la legislación o los criterios jurisprudenciales aplicables al caso contemplen al respecto. Según información de la *American Bar Association*² (ABA), en la gran mayoría de los contratos de compraventa de acciones, se incluye la definición de “conocimiento” y, en un 73% de dichos contratos, se incluye un concepto más elaborado de conocimiento del vendedor que contempla cierto grado de diligencia y razonabilidad.

Al negociar un contrato de compraventa, el vendedor tiene el incentivo de procurar que sus declaraciones sean lo más limitadas y más calificadas posibles; mientras que, por su parte, el comprador tiene el incentivo de que las declaraciones del vendedor sean lo más generales posibles y sin calificativo alguno. Lo anterior se realiza a efecto de que en las declaraciones del vendedor se pudieran abarcar cualquiera de los aspectos declarados respecto a la sociedad y que posteriormente pudieran dar lugar al pago de una indemnización a favor del comprador con motivo de una posible falsoedad o inexactitud en las declaraciones del vendedor.

2.2.2. Otros aspectos relevantes respecto a las declaraciones

Entre los aspectos más relevantes relacionados con las declaraciones del vendedor en los contratos de compraventa de acciones, se encuentran la obligación de repetirlas en la fecha de cierre de la operación, su vigencia, las consecuencias derivadas de su falsoedad y los mecanismos para su exigibilidad.

Debido a la relevancia de las declaraciones del vendedor y a que normalmente existe un plazo de varias semanas o meses entre la fecha en que se celebra el contrato de compraventa y la fecha en que se concreta la operación, es común que la parte compradora solicite como condición u obligación previa el cierre, que el vendedor repita las declaraciones realizadas en el contrato de compraventa y que, en su caso, actualice la información que hubiere sido revelada en la fecha de firma del contrato relacionada con dichas declaraciones. La forma más común de repetir las declaraciones es mediante la emisión de un certificado emitido por funcionario autorizado.

Las declaraciones normalmente tienen una vigencia por un tiempo determinado que frecuentemente va de los 12 a los 24 meses, dependiendo del acuerdo entre las partes. Por ello, ciertas declaraciones fundamentales relacionadas, principalmente, con la propiedad de las acciones, cumplimiento de obligaciones fiscales, ambientales y otras análogas, permanecen vigentes

2 AMERICAN BAR ASSOCIATION 2011, *Private target mergers & acquisitions deal points studies*, Chicago, 2011, p. 41.

de manera indefinida o hasta que prescriban conforme a lo establecido en la legislación aplicable.

La consecuencia natural en la falsoedad en las declaraciones del vendedor es la terminación del contrato por rescisión. Dependiendo de la gravedad en la falsoedad de la declaración y conforme a la legislación aplicable al contrato, existen acciones o remedios para demandar, ya sea la nulidad del contrato, el pago de una indemnización, el pago de daños y perjuicios, entre otros.

Con relación a la indemnización, es común encontrar disposiciones contractuales que regulen la forma y los montos (mínimos y máximos) para exigir el pago de dichas indemnizaciones. Los rangos para establecer el límite de la indemnización (*cap*) comúnmente van del 10% al 100% del precio de la compraventa. No obstante, según información de la ABA, el promedio de límite en el monto de indemnización es del 18.8% del precio de la compraventa.³ Es importante señalar que dependiendo de la naturaleza de la declaración de que se trate, los límites máximos de indemnización podrían no ser aplicables, ya sea por disposición legal, o bien, conforme sea pactado por las partes. Asimismo, en un gran número de jurisdicciones, se exceptúan de dicho límite máximo las declaraciones realizadas de manera dolosa o fraudulenta. Para el caso de responsabilidades derivadas de aspectos fiscales, penales o ambientales, es común que dicho límite máximo no resulte aplicable.

Con relación al nacimiento de la obligación de indemnizar, es posible establecer un monto mínimo de daño a partir del cual la parte indemnizada tenga derecho a solicitar la indemnización el lado de la parte que indemniza (*basket*). Ese monto mínimo, una vez rebasado, puede o no ser parte del monto a pagar por el vendedor por concepto de indemnización. En caso de que el monto a partir del cual nazca el derecho de indemnizar no vaya a ser parte del monto a indemnizar, se considera que dicha cantidad opera como un deducible el cual la parte indemnizada no tendrá derecho a exigir, sino solo la cantidad que exceda de dicho deducible.

Las disposiciones contractuales relacionadas con las declaraciones que se realizan, su alcance y la forma de hacerlas exigibles pueden combinarse de múltiples maneras, conforme a lo que acuerden las partes, en el entendido de que el resultado de la negociación tendrá como consecuencia que los riesgos derivados de las posibles contingencias de la sociedad en cuestión, sean distribuidos de una manera u otra entre las partes.

2.3. Cláusulas varias

Además de los aspectos antes mencionados, los contratos internacionales de compraventa de acciones incluyen una serie de obligaciones y derechos para las partes que es importante tener en consideración al momento

³ AMERICA BAR ASSOCIATION, *Private target mergers & acquisitions deal points studies*, cit., p. 101, 2011.

de negociar el contrato. En la presente sección, se incluyen algunas de las referidas cláusulas. Es importante señalar que todos los aspectos fiscales derivados de la compraventa tienen una gran relevancia y merecen especial atención; sin embargo, por las implicaciones técnicas que conllevan, estos tendrían que ser estudiados de manera separada en un diverso análisis.

2.3.1. *Condiciones para el cierre*

En operaciones donde no es posible que al momento de la firma del contrato respectivo se concrete y surta todos sus efectos jurídicos la compraventa, tales como los casos en que es necesaria la obtención de autorizaciones gubernamentales, se establecen ciertas condiciones para poder llevar a cabo el cierre de la operación. Dichas condiciones son aquellos actos o acontecimientos futuros que se establecen como condición previa y necesaria para concretar la compraventa. Dependiendo del sistema jurídico que se trate y de las consecuencias legales que se pretendan, dichas condiciones pueden ser, entre otras, condiciones precedentes, suspensivas o, en su caso, resolutorias. Dado que el objeto del presente artículo no es analizar la diferencia conceptual entre este tipo de condiciones ni los efectos jurídicos de las mismas, basta señalar que los contratos de compraventa de acciones comúnmente se sujetan al cumplimiento de este tipo de condiciones; mismas que, incluso, pueden estar sujetas a la dispensa de las partes, a su entera discreción en términos de la legislación aplicable.

Entre las condiciones para el cierre que más comúnmente se pactan en contratos internacionales de compraventa de acciones, se encuentran: (i) que las declaraciones realizadas por el vendedor respecto a la sociedad al momento de la firma del contrato, sean veraces y correctas en todos sus aspectos tanto en la fecha de firma como en la fecha de cierre⁴; (ii) que las partes hayan cumplido con sus obligaciones correspondientes conforme al contrato de compraventa previo a la fecha de cierre; (iii) que se hayan obtenido todas las autorizaciones gubernamentales y permisos necesarios, entre las que normalmente se encuentran las autorizaciones de los reguladores, incluyendo competencia, inversión extranjera y cualquier autorización en actividades reguladas, conforme resulte aplicable a la operación; (iv) que se hayan obtenido las autorizaciones corporativas que estuvieren pendientes y que se hayan llevado a cabo los actos corporativos que sean necesarios, incluyendo sin limitar, evidencia de no ejercicio o renuncia a derechos de adquisición preferente por parte de terceros, revocación de poderes, remoción de administradores, modificaciones estatutarias; (v) la obtención de consentimientos por parte de terceros y terminación de las relaciones contractuales que hayan sido acorda-

⁴ De acuerdo con la ABA, en el 59% de los contratos de compraventa de acciones, se incluye esta obligación; misma que puede o no calificarse según la materialidad de la información e incluso puede excluirse el caso de que la posible falta de veracidad en cierta declaración no cause o no se espere que cause un efecto material adverso en la sociedad.

das; (vi) la celebración de los documentos transaccionales de la operación; y (vii) cualquier otra condición que resulte aplicable o necesaria conforme a las particularidades de la operación.

2.3.2. *Obligaciones*

Las obligaciones que asumen las partes conforme al contrato de compraventa son de diversa naturaleza y tienen como finalidad regular todos aquellos actos que se requiere ejecutar durante el periodo que transcurre entre la firma del contrato y el cierre de la operación. Uno de los objetivos principales de dichas obligaciones es mantener el negocio en marcha durante ese periodo; a efecto de que una vez concretada la operación, el comprador asuma la operación y control de la sociedad.

Una de las obligaciones más comunes y más importantes a cargo del vendedor es la de mantener la operación de la sociedad en el curso ordinario de negocios. Conforme a lo señalado por la ABA⁵, esta obligación se incluye en el 94% de los contratos de compraventa. Para tal efecto, es común encontrar la definición de “curso ordinario de negocios”, e incluso las partes pueden acordar calificar tal obligación bajo estándares de “mejores esfuerzos” o de “consistencia con las prácticas pasadas de la sociedad”. Dependiendo de las negociaciones entre las partes y las necesidades de la sociedad, esta cláusula puede incluir obligaciones muy precisas para mantener la operación de la sociedad durante dicho periodo; las mismas que pueden incluir límites a gastos o egresos, y una serie de disposiciones que prohíban la venta de activos, la asunción de deudas, la emisión de valores, el incremento en prestaciones laborales, el otorgamiento de préstamos, entre otras.

En adición a lo anterior, es común pactar la obligación de que la vendedora dé acceso al comprador, tanto a las instalaciones de la sociedad como a sus empleados, libros, registros y todo lo que sea necesario a efecto de que este pueda, por una parte, cerciorarse de que la vendedora está cumpliendo con su obligación de mantener las operaciones de la sociedad en el curso ordinario de sus negocios, así como para conocer, desde el interior, la forma en que se lleva a cabo la operación día a día de la sociedad. Este tipo de obligaciones pueden incluir la obligación de entrega de información financiera al vendedor de forma periódica.

Otras obligaciones que normalmente se incluyen en los contratos internacionales de compraventa de acciones es la cláusula de exclusividad la cual prohíbe al vendedor ofrecer las acciones o cualquier derecho de propiedad sobre la sociedad a un tercero, o participar en cualquier tipo de negociación que pudiera conducir a una propuesta de venta a un tercero (*no shop-no talk*). Asimismo, es común incluir la obligación del vendedor de informar al compra-

5 AMERICA BAR ASSOCIATION, *Private target mergers & acquisitions deal points studies*, cit., p. 54, 2011.

dor sobre cualquier notificación, aviso o documento análogo a cualquier litigio, procedimiento o reclamación que esté relacionado, directa o indirectamente, con la sociedad. En este tipo de cláusulas, normalmente se establece una cantidad mínima a partir de la cual el vendedor estaría obligado a informar al comprador respecto a la existencia de dicha notificación.

Algunas de las obligaciones que se establecen en los contratos de compraventa de acciones pueden estar vinculadas directamente con las condiciones previas al cierre; por lo que su debido cumplimiento podría ser pactado como condición para cerrar la operación.

2.3.3. No competencia

La cláusula de no competencia es aquella mediante la cual una de las partes, en este caso el vendedor y/o sus funcionarios, se obliga a abstenerse de dedicarse, desempeñarse o asistir directa o indirectamente a cualquier sociedad o actividad que compita con la sociedad objeto de la compraventa.

Los períodos que normalmente cubren este tipo de obligaciones van de 1 a 3 años a partir de la fecha de cierre. Dicha prohibición temporal también puede estar acotada a un área geográfica y a una o más actividades específicas. Dicha prohibición puede tener excepciones cuando se trate de participación accionaria mínima o cuando la injerencia en el negocio que compite sea bastante menor, según lo llegaren a acordar las partes.

Es relativamente común encontrar cláusulas de no competencia en los contratos internacionales de compraventa de acciones, sin embargo, la regulación de este tipo de cláusulas es muy variada en las diferentes jurisdicciones, existiendo casos en donde incluso este tipo de cláusulas pudiera no estar permitida por contravenir derechos asociados con la libertad laboral y libre competencia.

Mientras más limitada sea la prohibición, menor será el riesgo de que un juez pudiera declarar inválida dicha prohibición. Este punto debe analizarse cuidadosamente caso por caso conforme a la legislación aplicable al contrato.

2.3.4. Transición de la sociedad

Dependiendo de la naturaleza de la operación, existen casos en los que resulta conveniente incluir obligaciones de las partes, a efecto de regular el proceso de transición de la sociedad por parte del vendedor al comprador.

Las cláusulas relacionadas con la transición de la sociedad pueden incluir la creación de comités o grupos de trabajo conformados por funcionarios tanto del vendedor como del comprador, en los cuales se acuerden las actividades necesarias para llevar a cabo una transición ordenada de la sociedad en los tiempos deseados. Este tipo de procesos se prevén con cierta frecuencia en los contratos de compraventa y son de utilidad para llevar a cabo la

implementación de nuevas políticas aplicables a la sociedad, así como para la implementación paulatina de los aspectos técnicos que pudieran ser necesarios para la transferencia de la sociedad al vendedor.

Los detalles respecto a la transición de la sociedad pueden ser acordados por el vendedor y el comprador en un documento por separado que señale los lineamientos generales y principios para llevar a cabo dicha transición, en el cual se incluyan aspectos tales como la migración de plataformas tecnológicas, las estrategias para dar avisos a los clientes, entre otros.

2.4. Solución de controversias

Finalmente, otro de los aspectos más importantes de los contratos internacionales de compraventa de acciones es el relacionado con la solución de controversias que pudieran derivarse de dichos contratos. De conformidad con lo establecido en la legislación que resulte aplicable, las partes normalmente tienen la posibilidad de elegir el derecho que será aplicable al contrato; sin embargo, tal elección puede depender de aspectos tales como el lugar en el que se celebre el contrato, el lugar de residencia de las partes involucradas, el domicilio de la sociedad cuyas acciones son objeto de la compraventa o algún otro aspecto similar. El análisis respecto a la elección del derecho aplicable es un tema que merece especial atención, pues habrá jurisdicciones en donde una misma figura jurídica sea regulada de diferente manera; por lo que ello podría tener un impacto para las partes en caso de controversia.

En cuanto a la elección de las partes de someterse ya sea a tribunales judiciales o a arbitraje no existe una tendencia clara que indique cuál de las dos opciones tiene más adeptos. Con relación al lugar, normalmente tratándose de partes de diferente nacionalidad es común que cada una de estas intente convencer a la contraparte que en caso de controversia esta deberá resolverse en el país donde esté ubicada dicha parte o, cuando menos, en un lugar neutral elegido de común acuerdo. Esto es posible únicamente tratándose de arbitraje; pues en caso de someterse a tribunales judiciales, las reglas procesales y de competencia que resulten aplicables, son las que determinarán el lugar en que se tuviera que dirimir el juicio.

Entre los aspectos que es importante tener en consideración al momento de elegir si la controversia se someterá a tribunales judiciales o arbitraje, se encuentra la sofisticación del tercero, ya sea juez o árbitro, que resolvería la controversia. Con relación a este tema, como se mencionó a lo largo del presente análisis, algunas de las disposiciones contenidas en los contratos de compraventa internacionales pueden implicar un conocimiento especializado en la materia, respecto al cual un árbitro pudiera tener un mejor conocimiento y experiencia. Asimismo, es importante tener en consideración los tiempos en que tardaría una controversia en ser resuelta completamente por los tribunales judiciales, pues de tener una carga de trabajo muy pesada, la controversia

podría tardar un periodo más largo en resolverse. Asimismo, es importante considerar los costos y recursos que se tendrían que destinar a la resolución de la controversia lo cual puede estar ligado con el tiempo en que tardaría en resolverse y los asesores legales que tengan que intervenir en la misma.

En caso de que las partes elijan someterse a arbitraje, la cláusula respectiva deberá señalar la entidad que administrará el procedimiento arbitral; los mecanismos para la nominación y elección de un árbitro único o un tribunal arbitral; las reglas procesales a las que estará sujeto el procedimiento arbitral; el idioma; el lugar del arbitraje; la posibilidad o no de recursos contra el laudo arbitral; los aspectos relacionados con el reconocimiento y ejecución del laudo arbitral, entre otros.

3. CONCLUSIONES

Los contratos internacionales de compraventa de acciones son el mecanismo en el que comúnmente se formalizan la adquisición de las acciones de una sociedad.

Sin quitar relevancia a todas las disposiciones que conforman los contratos internacionales de compraventa de acciones, los aspectos que resultan más relevantes considerar y analizar al momento de su negociación y celebración son (i) la cláusula de precio, incluyendo los mecanismos de ajuste al precio y el escrow que se llegare a constituir para garantizar obligaciones a cargo del vendedor; (ii) las declaraciones de las partes y, en lo particular, las declaraciones del vendedor respecto a la sociedad objeto de la compraventa, la calificación a la que pudieran estar sujetas dichas declaraciones, los parámetros para determinar la materialidad o relevancia de estas, así como los aspectos relacionados con el pago de indemnizaciones derivadas de falsedades o inconsistencias en las declaraciones, incluyendo límites mínimos y máximos, deducibles y vigencia de las declaraciones; (iii) la inclusión de condiciones previas para el cierre de la operación, así como las obligaciones de las partes durante el periodo que transcurre entre la fecha de firma y la fecha de cierre de la operación, incluyendo la obligación de mantener la operación de la sociedad en el curso ordinario de los negocios, las cláusulas de acceso a la sociedad, exclusividad, no competencia y transición de la sociedad; y (iv) las disposiciones relacionadas con solución de controversias derivadas de la relación contractual, incluyendo la posibilidad o no de elegir el derecho aplicable, así como la resolución por parte de tribunales judiciales o arbitraje, y los aspectos particulares a considerar para realizar dicha elección.

Sujeto a lo establecido en el derecho de la jurisdicción que resulte aplicable, así como a las particularidades de la operación y a los resultados de las negociaciones entre las partes, estas siempre podrán tomar como referencia la práctica comercial actual en contratos internacionales de compraventa de acciones cuyos principales rasgos han sido descritos en el presente análisis.

4. BIBLIOGRAFÍA

AMERICAN BAR ASSOCIATION, Private target mergers & acquisitions deal points studies, Chicago, 2011.

CAP. IX

LOS DESAFÍOS DE IMPORTAR CONCEPTOS DEL DERECHO ANGLOSAJÓN EN LOS CONTRATOS DE M&A REGIDOS POR LA LEGISLACIÓN BRASILEÑA

Raquel Novais

Adriana Pallis

Carlos José Rolim de Mello

Gláucia Mara Coelho

Clarissa Figueiredo de Souza Freitas

Socios de Machado Meyer Sendacz Opice Advogados

(Sao Paulo, Brasil)*

Fernando Gentil Monteiro

João Carlos Ribeiro Areosa

Asociados de Machado Meyer Sendacz Opice Advogados

(Sao Paulo, Brasil)

Sumario:

1. Introducción.
2. El código civil brasileño y la atribución del riesgo.
3. La cláusula de cambio material adverso (MAC) en contratos que regulan operaciones de fusiones y adquisiciones.
 - 3.1. Breves consideraciones sobre concepto, función y aplicación de la cláusula MAC.
 - 3.2. La definición de la cláusula MAC y su ejecutabilidad en Brasil.
 - 3.3. La cláusula MAC y el derecho a terminar el contrato.
 - 3.4. La cláusula MAC y la indemnización contractual posterior al cierre.
 - 3.5. La onerosidad excesiva como posibilidad de modificación o extinción contractual.
4. Las cláusulas de declaraciones y garantías.
 - 4.1. Concepto.
 - 4.2. Finalidad.
 - 4.3. Consecuencias de la violación de declaraciones y garantías.
 - 4.3.1. Vicios de consentimiento y vicios redhibitorios.
 - 4.3.2. Incumplimiento contractual.
 - 4.4. Consideraciones finales.
5. El arbitraje como elección adecuada para la solución de conflictos empresariales complejos en Brasil.
6. Consideraciones finales.
7. Bibliografía.

* www.machadomeyer.com.br

1. INTRODUCCIÓN

El actual escenario brasileño de negocios, notoriamente relacionado con las operaciones de fusiones y adquisiciones (en adelante, denominadas M&A), está influenciado fuertemente por los Estados Unidos de América y, en menor escala, por el Reino Unido. En gran parte, se debe a que ejecutivos, abogados y profesionales del mercado financiero tienen experiencias profesionales y universitarias en esos países.

Además, a partir de la década de 1990, se verificó un aumento significativo en el ingreso de capitales extranjeros en el país, en función de la apertura económica propuesta en el nuevo orden político-económico de Brasil. Consecuentemente, hubo un aumento sustancial del volumen de operaciones de M&A en Brasil involucrando a partes extranjeras. La creciente internacionalización de la economía brasileña tuvo una gran influencia en el ambiente jurídico, convirtiéndose en una práctica común la “importación” de conceptos jurídicos, originados en países que adoptan el sistema de *Common Law*.

Dentro de los conceptos “importados”, destacamos la “nueva” forma de los contratos de M&A los cuales comenzaron a incluir términos tales como: cláusula de cambio material adverso (*Material Adverse Change* o *MAC Clause*), cláusulas de declaraciones y garantías (*representations & warranties*), separación de los momentos de celebración y de generación de los efectos del contrato (*signing & closing*), obligaciones adicionales de conducta (*covenants*), condiciones precedentes (*conditions precedent* y *bring-down conditions*), diferentes medios de rescisión contractual (*walk away rights*), entre otros.

Procuramos, por medio de este artículo, analizar la recepción efectiva de esos conceptos a la luz del ordenamiento jurídico brasileño el cual se rige por sistemas, principios, leyes y juzgamientos bien diferentes de los seguidos por esos países anglosajones. Específicamente, tratamos la cuestión de la ejecutabilidad de las convenciones contractuales relacionadas: (i) a la atribución del riesgo en los contratos de M&A, especialmente por medio de la cláusula de cambio material adverso; y (ii) a las declaraciones y garantías, y su íntima vinculación con el derecho a indemnización.

2. EL CÓDIGO CIVIL BRASILEÑO Y LA ATRIBUCIÓN DEL RIESGO

La Ley Federal N° 10.406, del 10 de enero de 2002 (en adelante denominada “Código Civil Brasileño” o “CC/02”); dispone, entre otros, sobre el derecho de obligaciones y de contratos que involucran a agentes privados. Como regla general, las referidas normas tienen naturaleza dispositiva, es decir, son normas de conducta no imperativas y que, por consiguiente, facultan a los destinatarios a disponer de ellas de diferente manera.

Específicamente en lo que se refiere a la atribución de riesgo en las obligaciones de dar cosa cierta, el artículo 234 del CC/02 dispone que si la cosa se pierde, sin culpa del deudor, antes de la transferencia de la propiedad o estando pendiente la condición suspensiva, queda resuelta la obligación para ambas partes. Establece, también, el artículo 235 del CC/02 que estando deteriorada la cosa, sin culpa del deudor, se faculta al acreedor para (i) resolver la obligación o (ii) aceptar la cosa y rebajar de su precio el valor perdido en razón al deterioro sufrido. No obstante, se señala que el tratamiento mencionado se refiere a la pérdida o al deterioro de la cosa, respectivamente, sin que haya culpa del deudor.

En los casos en los que hay culpa del vendedor, el Código Civil Brasileño prevé que el vendedor responderá por el equivalente a la cosa, además de pérdidas y daños (art. 234). Complementariamente, el artículo 236 del CC/02 dispone que el acreedor pueda exigir el bien equivalente al prometido o aceptar la cosa en el estado en el que se encuentra, sin perjuicio del derecho de indemnización por las pérdidas y daños, en ambos casos.

A diferencia del campo de las obligaciones, las relaciones contractuales no exigen la verificación de culpa para la determinación del derecho a indemnización¹. Específicamente con relación a los contratos de compraventa, el artículo 492 del CC/02 dispone que, hasta el momento de la transferencia de la propiedad, los riesgos de la cosa corran por cuenta del vendedor; mientras que los del precio están a cargo del comprador. Adicionalmente, también correrán por cuenta del comprador los riesgos de la cosa si el comprador estuviere en mora en sus pagos, desde que las cuentas a cobrar sean puestas a su disposición en el tiempo, lugar y modo que se contrataron.

CAP. X

3. LA CLÁUSULA DE CAMBIO MATERIAL ADVERSO (MAC) EN CONTRATOS QUE REGULAN OPERACIONES DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

3.1. Breves consideraciones sobre concepto, función y aplicación de la cláusula MAC

Los contratos que regulan las operaciones de M&A, entre otras materias, tratan sobre la atribución de los riesgos jurídicos y financieros entre las partes; además de aquellos riesgos inherentes a la operación y a los negocios de la empresa-objetivo. Por consecuencia lógica, el comprador asume comúnmente la parte más grande de esos riesgos (lo que puede ser positivo o negativo).

1 “En los términos del art. 389 del CC/02 (que mantuvo la esencia del art. 1.056 del CC/16), en la responsabilidad contractual, para obtener reparación por pérdidas y daños, el contratante no precisa demostrar la culpa del incumplidor, bastando la prueba de incumplimiento del contrato.” (STJ – 3^a T., Rec. Esp. 1.248.760, Min. Nancy Andrighi, j. 13.9.11).

Entre los mecanismos utilizados para una mejor atribución de tales riesgos, los contratos generalmente contienen cláusulas que disponen sobre ajuste de precio, declaraciones y garantías, ciertas obligaciones de conducta, condiciones suspensivas (también llamadas condiciones precedentes al cierre), además de los derechos de denunciar el contrato y de indemnización².

La cláusula de cambio material adverso (en adelante, denominada simplemente como cláusula MAC) es un mecanismo más del que se valen las partes para atribuir riesgos. Conceptualmente, se trata de una previsión contractual que tiene la finalidad de excluir o mitigar los efectos negativos de una potencial modificación sustancial en el escenario o la situación (comercial, financiera, jurídica, etc.) en la que la empresa se encontraba a la fecha de la celebración del contrato³.

La función principal de la cláusula MAC es conceder a las partes el derecho de extinguir el contrato (lo que, en la práctica anglosajona, se acostumbra denominar *walk away right*). Se trata, pues, de una atribución de riesgo antes del cierre⁴ la cual se utiliza en los contratos de ejecución diferida. En otras palabras, en caso de que se constate la ocurrencia del acto o hecho, anterior al cierre, capaz de generar un MAC, se faculta a una o más partes para rescindir el contrato. La definición de lo que constituye un acto o hecho que puede generar un MAC es una tarea de las más relevantes y que, no por casualidad, consume un tiempo sustancial en la negociación de contratos.

Resaltamos, también que, con relación a la cuestión de incluir la cláusula MAC en el contrato, es posible incorporarla conjuntamente con las declaraciones y garantías, en las obligaciones de conducta⁵ y/o como condición precedente. Su utilización, como condición para cierre, ocurre, por ejemplo, cuando el contrato establece que el comprador solamente estará obligado a concluir el negocio en caso de que en determinado periodo de tiempo (normalmente entre la firma del contrato y el cierre) no haya ocurrido ningún acto o hecho capaz de generar un MAC.

-
- 2 KOTRAN, Stephen M. / MURISON, Lisa A. / MACDONALD, Allison H. "Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions", Sullivan & Cromwell LLP. [Versión en línea <bit.ly/1mxZoeU> (acceso el 18.11.13)].
 - 3 Estas modificaciones incluyen entre otras, una modificación en la situación económico-financiera de la empresa-objetivo, aumento relevante del precio de insumos, alteración en los mercados financieros y de capitales, alteración en la tasa de interés y de cambio, conservación de empleados considerados clave, desastres naturales, así como también guerras y actos de terrorismo. Como surge de esta lista ejemplificadora, hay una amplia gama de posibilidades de caracterizar al cambio material adverso (o MAC).
 - 4 Todas las referencias, en este artículo, para "cierre" se refieren al momento previsto contractualmente para la producción de los efectos de la obligación principal. El uso de esa terminología proviene del término inglés "*closing*" utilizado comúnmente en los contratos anglosajones de ejecución diferida.
 - 5 Las obligaciones de conducta son referidas comúnmente, en los contratos anglosajones, como "*covenants*".

A su vez, cuando se incorpora la cláusula MAC en el contexto de las declaraciones y garantías, además del derecho de extinguir el contrato el cual nace cuando se verifica una violación de tales declaraciones antes del cierre, es posible también valerse de sus efectos (de manera alternativa o acumulativa al derecho de extinguir el contrato) en el ámbito de la indemnización contractual. Para ello, es necesario que haya daño posterior al cierre, resultante de una violación de declaraciones relacionadas con el momento anterior al cierre. Es importante destacar que, aunque no es muy común la utilización de la cláusula MAC vinculada con el derecho a la indemnización, no hay óbices legales ni contractuales para tal práctica.

3.2. La definición de la cláusula MAC y su ejecutabilidad en Brasil

La interpretación y aplicación de la cláusula MAC, incorporada en contratos regidos por la legislación brasileña, debe partir del presupuesto de que tal disposición tiene precedencia y extensa adopción en el derecho anglosajón cuyo ordenamiento es regido por diferentes principios, incluyendo el principio de la amplia libertad contractual⁶.

Brasil, a su vez, adopta teorías contractuales diferentes. Aun considerando la observancia de los principios *pacta sunt servanda* y de la fuerza obligatoria de los contratos, se trata a la función social del contrato y la cláusula *rebus sic standibus* como conceptos de mucho peso en nuestro ordenamiento jurídico. Además, destacamos que aunque siguen el principio de la amplia libertad contractual, con respecto a los análisis de litigios en sociedades, los tribunales de los Estados Unidos de América nunca reconocieron el derecho a la extinción contractual antes del cierre (*walk away right*) por vía de la ejecución de la cláusula MAC⁷.

Así, de acuerdo con los principales precedentes judiciales de los Estados Unidos de América sobre el tema⁸ y teniendo en consideración la idiosincrasia del ordenamiento jurídico brasileño, señalamos a continuación algunos cuidados que deben ser observados al redactar la cláusula MAC, para que sea ejecutable ante del Poder Judicial o en sede de arbitraje⁹.

6 El concepto de “el negocio es un negocio” (o *the deal is a deal*) está enraizado fuertemente en la jurisprudencia anglosajona. Citamos, así, *Paradine vs. Jane* (1647) y *Guttman vs. Illinois Central RR. Co.* (1951).

7 KOTRAN et al. *Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions*, cit.

8 Citamos: *In re IBP, Inc. Shareholders Litig.*, 789 A.2d 14 (Del. Ch. 2001). *Frontier Oil Corp. vs. Holly Corp.*, N.º 20502, 2005 WL 1039027, (Del. Ch. Apr. 29, 2005). *Genesco, Inc. vs. The Finish Line, Inc.*, N.º 07-2123-II (III), 2007 WL 4698244 (Tenn. Ch. Dec. 27, 2007). *Hexion Specialty Chems., Inc. vs. Huntsman Corp.*, N.º 3841-VCL, 2008 WL 5704768 (Del. Ch. Sept. 29, 2008). *Hexion Specialty Chem. Inc. vs. Huntsman Corp.*, C.A. N.º 3841-VCL (Del. Ch. Sept. 29, 2008).

9 Es importante destacar que, hasta la fecha de preparación de este artículo, no tenemos conocimiento sobre la orientación de la postura de los tribunales brasileños en relación con la cláusula MAC en contratos de fusiones y adquisiciones, debido a la completa falta de casos juzgados.

- **Utilización de criterios objetivos para la definición de MAC¹⁰.** Es recomendable que, en la definición de los eventos o circunstancias, capaces de generar un MAC, sean utilizados criterios objetivos. Cuando la forma de pago por la empresa a ser adquirida fuere dinero –lo que ocurre en la mayoría de los negocios de M&A brasileños– recomendamos el uso de parámetros económico-financieros de la empresa, tales como, presentación, o pérdida, de determinada cuantía o porcentaje, de las GAIIDA¹¹ en un cierto periodo preestablecido. Cuando, a su vez, la forma de pago fueren acciones de la adquirente o una combinación de acciones y dinero, es posible que se utilice una combinación de criterios, por ejemplo, GAIIDA y GPA¹².

Al optar por una definición objetiva de los eventos que pueden generar un MAC, se hace más difícil que un juez o árbitro se valga de criterios subjetivos para caracterizar el MAC. De esa forma, se vuelve más clara y objetiva la caracterización de los eventos encuadrados como MAC, atenuándose la carga de la prueba para la parte que alega su ocurrencia. Se resalta que esa técnica no necesita ser aplicada de manera exclusiva, pudiendo ser aplicada de modo adicional a las otras obligaciones¹³.

- **Delimitación del periodo temporal.** Para alegar un MAC, es muy importante que se delimite el periodo de tiempo durante el cual se deben observar los efectos del cambio material adverso. En líneas generales, las sentencias judiciales de los Estados Unidos de América siguen la idea de que, a falta de previsión contractual en contrario, el MAC debe ser evaluado en el largo plazo, una vez que las adquisiciones son motivadas por las ganancias potenciales en el largo plazo.

Valiéndose de estas lecciones, entendemos que es prudente la delimitación del periodo en el cual se deben observar los efectos. A título de ejemplo, podemos decir que, para determinar la ocurrencia de un MAC, se debe analizar el periodo de 12 meses inmediatamente anterior al cierre.

10 KOTRAN *et al. Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions*, cit.

11 GAIIDA se refiere a la “ganancia antes de los pagos de intereses, impuestos, depreciación y amortización” y se deriva del término en inglés “EBITDA”.

12 GPA se refiere a la “ganancia por acción” y se deriva del término en inglés EPS o “Earnings per Share”.

13 Como ejemplo, transcribimos un pasaje de una cláusula MAC que utiliza parámetros objetivos como forma adicional de caracterización del cambio material adverso: “Sin perjuicio de la definición precedente, será necesariamente considerado como un cambio material adverso, un evento o serie de eventos, que genere o pueda llegar a generar después del cierre, una reducción de 20% de GAIIDA.”

Además, también creemos que es válida la inclusión de lenguaje prospectivo. Es decir, así como es lícito para el comprador rescindir el contrato en el caso de un MAC ocurrido antes del cierre, asimismo lo es en los casos en que hay posibilidades razonables de que un MAC ocurra después del cierre.

- **Limitación de las excepciones.** Es común que la descripción del MAC contenga diversas excepciones a la regla. Así, eventos como modificaciones de la legislación vigente, guerras o actos de terrorismo, impactos relacionados con el anuncio de la operación, cambios que tengan impactos en el ramo de negocios en el cual actúa la empresa-objetivo, son descritas comúnmente como no generadores de MAC.

Por cuenta de la dificultad de caracterizar el MAC, siempre que sea posible, el comprador debe procurar restringir al máximo las causas a ser exceptuadas. Además, el comprador debe procurar atenuar los efectos de las causas que exceptúan la ocurrencia de un MAC incluyendo “excepciones a las excepciones”.

- **Definición de la responsabilidad por la carga de la prueba.** En consonancia con lo dispuesto en el artículo 333 del Código Procesal Civil brasileño, la carga de la prueba en relación al hecho en el que basa el derecho reclamado incumbe al autor de la acción y al demandado incumbe la prueba en lo que se refiere a la existencia de un hecho impeditivo, modificativo o extintivo del derecho del autor. La normativa mencionada tiene naturaleza dispositiva, admitiéndose, por consiguiente, decisión en contrario por las partes. No obstante, las partes deben observar que es nula la convención que invierte la carga de la prueba cuando se trata de un derecho indisponible¹⁴ de la parte o se vuelva excesivamente difícil para una parte el ejercicio del derecho.

CAP. X

Teniendo en cuenta que son prácticamente inexistentes los casos en los que un contrato de M&A tratará cuestiones relacionadas con derechos indisponibles y tomando cuidado de no volver excesivamente difícil la producción de prueba por las partes, es lícito que las partes dispongan sobre la inversión de la carga de la prueba. El contrato puede prever, entonces, que incumbe al vendedor la carga de probar la ausencia de un MAC (independientemente de la eventual alegación por el comprador sobre su ocurrencia). Eso puede ser hecho de manera general –es decir, siendo aplicable a todas las hipótesis des-

¹⁴ Sobre el concepto de derecho indisponible, podemos decir, resumidamente, que se trata de un derecho del que no se puede renunciar o alienar. Por ejemplo, los derechos fundamentales de la persona son indisponibles (incluyendo los derechos de la personalidad y aquellos relacionados al estado de la persona).

critas que pueden generar un MAC– o de manera específica, cuando se aplique solamente a determinados eventos o circunstancias (como por ejemplo, las excepciones al MAC mencionadas en líneas anteriores).

3.3. La cláusula MAC y el derecho a terminar el contrato

Conforme a lo mencionado en el ítem 3.1, la función principal de la cláusula MAC es conceder a las partes el derecho de rescindir el contrato (*walk away right*). Ese derecho resulta de la celebración del negocio jurídico sujeto a la condición suspensiva. según la legislación brasileña, se considera que el negocio jurídico se subordina a la condición cuando, como consecuencia exclusiva de la voluntad de las partes, su efecto está sujeto a evento futuro e incierto¹⁵. Tratándose de negocio sujeto a condición suspensiva, es cierto que no hay adquisición de un derecho, mientras no se verifique la ocurrencia de la condición¹⁶.

Objetivamente, las partes crean condiciones suspensivas al disponer en las llamadas condiciones precedentes que: (i) las declaraciones y garantías deben ser correctas, verdaderas y suficientes en la fecha de la firma y en la fecha del cierre, y (ii) que ningún MAC ocurrió entre una determinada fecha base y la fecha de cierre.

En ese sentido, la eficacia del negocio jurídico tutelado por el contrato (básicamente considerando la obligación de dar, por parte del vendedor, y la obligación de pagar, por parte del comprador) está subordinada a que se verifiquen esas condiciones.

Nótese, por consiguiente, que en este caso hay una fuerte alineación entre la práctica brasileña y la anglosajona, no habiendo grandes preocupaciones en lo que respecta a este asunto.

3.4. La cláusula MAC y la indemnización contractual posterior al cierre

Además del derecho a rescindir el contrato, el concepto de MAC, cuando se incluye en las declaraciones y garantías con el objetivo de aumentar la importancia que tienen tales declaraciones y garantías, puede generar consecuencias posteriores a la finalización del negocio, entre las que se incluyen el derecho a la indemnización contractual. Para un análisis más detallado sobre el tema, agradecemos que se remitan al ítem 4.3 más adelante.

15 Artículo 121 del CC/02.

16 Artículo 125 del CC/02.

3.5. La onerosidad excesiva como posibilidad de modificación o extinción contractual

- **Teoría de la imprevisión**

La teoría de la imprevisión tiene como fundamento el principio de la *base objetiva del negocio*, según el cual, conjuntamente con el análisis del presupuesto subjetivo, se debe examinar la base objetiva del negocio. En la celebración del contrato, se tienen en consideración ciertas condiciones básicas, de carácter general, tales como el orden económico del país, el poder adquisitivo de la moneda y las circunstancias de mercado.

Si eventos supervinientes a la celebración del contrato hicieren desaparecer estas condiciones, imponiéndose a una de las partes un esfuerzo mucho mayor al previsto a la fecha del acuerdo y, destruyéndose la relación de equidad entre las partes o la finalidad contractual, se legitima la disolución o modificación del contrato.

- **Teoría de la onerosidad excesiva**

La teoría de la onerosidad excesiva, a su vez, es la variante de la teoría de la imprevisión y está reglamentada en el artículo 478 del CC/02.

La onerosidad excesiva se relaciona con la posibilidad de que, en contratos de ejecución continuada o diferida, se procure la cancelación del contrato como consecuencia de que las prestaciones de una de las partes se hicieren excesivamente onerosas, con extrema ventaja para la otra parte, en virtud de acontecimientos extraordinarios e imprevisibles¹⁷.

En ese sentido, para que sea posible la aplicación de esta teoría, es necesario que se verifique, acumuladamente, la presencia de los siguientes requisitos: (i) contratos de ejecución continuada o diferida; (ii) prestación excesivamente onerosa para una de las partes; y (iii) exagerada ventaja para la otra parte.

- **Contratos de ejecución continuada o diferida**

Son contratos de ejecución continuada aquellos que se extienden en el tiempo de forma continuada y sucesiva, como por ejemplo los contratos de alquiler. A su vez, los contratos de ejecución diferida

17 Art. 478 del CC/02: “En los contratos de ejecución continuada o diferida, si la prestación de una de las partes se hiciese excesivamente onerosa, con extrema ventaja para la otra, en virtud de acontecimientos extraordinarios e imprevisibles, el deudor podrá pedir la resolución del contrato. Los efectos de la sentencia que la establezca serán retroactivos hasta la fecha de la citación.”

son aquellos en los cuales hay un distanciamiento en el tiempo entre el nacimiento y el cumplimiento de la obligación.

- **Prestación excesivamente onerosa para una de las partes**

La excesiva onerosidad de la prestación se refiere a una modificación sustancial de las condiciones económicas objetivas, comparando entre el momento de la celebración del contrato y aquel de la ejecución de la obligación prevista en el documento.

- **Exagerada ventaja para la otra parte**

Este requisito tiene como finalidad preservar el equilibrio financiero del contrato, visto que, como resultado del acontecimiento imprevisible y extraordinario, una de las partes se enriquecería, de manera exorbitante, mediante aumento indebido de su patrimonio.

- **Acontecimientos extraordinarios e imprevisibles**

A fin de que se aplique el instituto de la onerosidad excesiva, se necesita también que los acontecimientos sean extraordinarios e imprevisibles.

En este sentido, Luiz Gastão Paes de Barros Leães argumenta que: “son extraordinarios los eventos que sobrepasan la evolución regular de los hechos e, imprevisibles, los eventos que son exorbitantes en relación al alea normal del contrato¹⁸”. De este modo, los acontecimientos extraordinarios no se confunden con los imprevisibles; tienen conceptos diferentes. Así es, pues los acontecimientos pueden ser extraordinarios; de modo que se alejan del curso normal de los acontecimientos, no obstante, siguen siendo previsibles. Por otro lado, también es posible que los acontecimientos imprevisibles no sean extraordinarios, una vez que no se alejan del curso normal de los acontecimientos, como es el caso, por ejemplo, de la modificación de una ley.

Siguiendo las lecciones de ORLANDO GOMES, consideramos que, en relación con los acontecimientos imprevisibles, es “importante notar que hechos genéricamente previsibles pueden ser imprevisibles, cuando son tomados específica y concretamente. En otras palabras, hechos genéricamente previsibles (como guerras o aun la inflación) pueden provocar efectos imprevisibles”¹⁹. En este sentido, aunque un acontecimiento era previsible en un primer momento, sus efectos pueden ser imprevisibles²⁰.

18 PAES DE BARROS LEÃES, Luiz Gastão, “A Onerosidade Excessiva no Código Civil” en: *Revista de Derecho Bancario*, de Mercado de Capitales y de Arbitraje, vol. 31, ene.-mar. 2006.

19 GOMES, Orlando, *Contratos*, 26.^a ed., Forense, Rio de Janeiro, 2009, p. 215.

20 La siguiente sentencia ilustra bien la situación al reconocer la onerosidad excesiva referente

Finalmente, es importante señalar que las partes no pueden alegar condiciones extraordinarias e imprevisibles cuando se trate de riesgos asumidos como efecto del contrato, considerándose que estos riesgos son consecuencias del negocio. Se dice, por consiguiente, que la onerosidad excesiva es extraña a los contratos aleatorios, justamente por el hecho de que el alea es ínsito al negocio jurídico. Además, es válido destacar que la causa del acontecimiento extraordinario e imprevisible también debe ser extraña a las partes²¹. En este sentido, entendemos que no es posible para un comprador potencial alegar qué riesgos son conocidos a la fecha de la celebración del contrato; por ejemplo, mediante la realización de auditoría jurídica (*due diligence*), consigan generar el reconocimiento de la onerosidad excesiva, conforme es establecida por el artículo 478 del CC/02²².

Verificada la presencia de todos los requisitos mencionados, las partes tienen la facultad de solicitar la resolución del contrato (artículo

a la devaluación del real brasileño frente al dólar de los Estados Unidos de América en las operaciones de arrendamiento mercantil. Se debe destacar, no obstante, y en relación a la aplicabilidad de esta sentencia en el marco de las fusiones y adquisiciones en Brasil, que la sentencia del Tribunal aplicó, entre otras, las disposiciones del Código de Defensa del Consumidor (CDC) el cual exige menos elementos para caracterizar la onerosidad excesiva; mientras que en la solución de conflictos originados de los contratos de fusiones y adquisiciones, no corresponde aplicar el CDC. "Por medio de la operación de arrendamiento mercantil, también denominada *leasing*, un bien es adquirido por la arrendadora, para ser entregado en alquiler a la arrendataria, mediante el pago de una cuantía principal y de otra residual, según la forma convenida contractualmente. Ese monto residual, en determinadas hipótesis, puede variar de acuerdo con la cotización de la moneda extranjera. Ocurre que, después de algunos años actuando fuertemente en el mercado de cambio (1994-1999), el Banco Central brasileño decidió disminuir su intervención a partir de enero de 1999, ocasión en la que sobrevino una gran apreciación del dólar de los Estados Unidos de América. Así, la gran devaluación del real brasileño frente a esa moneda perjudicó a miles de consumidores que no tenían suficientes conocimientos/informaciones sobre tales riesgos. Frente a esa situación, el Superior Tribunal de Justicia fijó la interpretación en el sentido de cualificar tal evento como imprevisible, a fin de reconocer la excesiva onerosidad contractual *in casu*. Por fin, la solución adoptada en aquella época fue determinar la distribución de la carga de las diferencias resultantes de la variación de cambio entre el arrendatario y la institución arrendante". (Sentencia del Superior Tribunal de Justicia, 3.^a Sala, Recurso Especial N.^o 376.877/RS, Ministra Relatora Nancy Andrighi, DJ [*Diario de la Justicia*] 24.06.2002).

21 Esa fue la interpretación del Superior Tribunal de Justicia en la Apelación N.^o 1.200.055-SP (2009/0185247-0).

22 En línea con ese raciocinio aplicable a la onerosidad excesiva, hacemos referencia a la sentencia de la Corte de Delaware en el caso IBP cuando se resolvió una disputa sobre una cláusula MAC. Entre otros puntos, la Corte decidió que no existiendo disposición en contrario, la cláusula MAC se aplica solamente a efectos o modificaciones adversas desconocidas y, en el caso, el material analizado en la *due diligence* incluía informaciones sobre los puntos que el comprador alegó que generarían un cambio material adverso (MAC). Por ese motivo, entendemos que es adecuado que el comprador incluya en la definición de MAC los riesgos vinculados al negocio.

478 del CC/02) o su modificación (artículos 479²³ y 480 del CC/02) en virtud de la onerosidad excesiva. Es importante destacar que la legislación brasileña favorece, inicialmente, la modificación contractual, siendo un remedio jurídico complementario la rescisión de la relación contractual²⁴.

4. LAS CLÁUSULAS DE DECLARACIONES Y GARANTÍAS

4.1. Concepto

Las cláusulas de declaraciones y garantías, muy utilizadas en los contratos de compraventa de acciones, cuotas o activos de sociedades, consisten en un conjunto de cláusulas contractuales en las que las partes incluyen declaraciones sobre la regularidad o, eventualmente, la irregularidad de una serie de aspectos legales referidos a la sociedad que se está vendiendo (en el caso de declaraciones y garantías ofrecidas por el vendedor las cuales, por su relevancia, serán el foco de este estudio).

Las declaraciones y garantías, por ser cláusulas contractuales atípicas, pueden versar sobre los más diversos temas. No obstante, los asuntos que más se repiten, desde el punto de vista del comprador, son declaraciones y garantías con respecto a los siguientes asuntos: (i) que la empresa-objetivo fue constituida de acuerdo con las exigencias legales aplicables; (ii) que el vendedor tiene plenos poderes y capacidad para celebrar el contrato en cuestión; (iii) que la celebración del contrato no viola cualesquiera documentos societarios de la empresa-objetivo, la legislación o reglamentos a los cuales está sujeta la empresa-objetivo, siendo, por consiguiente, vinculante el contrato; (iv) que el vendedor es el legítimo titular de las acciones, cuotas o activos que se están transfiriendo, y que tales títulos y bienes se encuentran libres de cualesquiera obligaciones o gravámenes; (v) que los estados contables de la empresa-objetivo presentan, de manera verdadera y completa, su situación financiera y contable; (vi) que no ocurrió, entre la fecha de la firma del contrato y la fecha del cierre de la operación, cualquier evento extraordinario que pudiese resultar en una modificación sustancial en las actividades o en el patrimonio de la empresa-objetivo; (vii) que las obligaciones de naturaleza laboral, jubilatoria y tributaria son debidamente observadas y cumplidas por la empresa-objetivo; y (viii) la situación de los litigios en los cuales la empresa-objetivo figura como autora o demandada.

23 Art. 479: “La resolución podrá ser evitada, ofreciéndose al demandado modificar equitativamente las condiciones del contrato”.

24 Enunciado N.º 176 aprobado por el Centro de Estudios Judiciales del Consejo de la Justicia Federal: “En cumplimiento con el principio de la conservación de los negocios jurídicos, según el artículo 478 del Código Civil de 2002, siempre que sea posible, se deberá conducir a la modificación judicial de los contratos y no la resolución contractual”.

Las excepciones a las declaraciones realizadas son normalmente listadas en anexos a dichas cláusulas, en los cuales el vendedor declara las contingencias existentes contra la empresa-objetivo en la materia tratada en la cláusula específica. Además, en el caso de que el contrato de compraventa sea firmado en una fecha y sus efectos sean suspendidos hasta el cumplimiento de una determinada condición suspensiva, las partes deberán reafirmar, en la fecha de cierre, todas las declaraciones hechas y las garantías ofrecidas a la época de la firma del documento.

4.2. Finalidad

Las cláusulas de declaraciones y garantías tienen, básicamente, tres finalidades principales²⁵:

- La primera de ellas se relaciona con el deber de informar, o sea, consiste en el medio para persuadir al vendedor a fin de que ponga a disposición del comprador la máxima cantidad de información sobre la sociedad-objetivo que sea posible, antes del cierre de la operación. De este modo, las cláusulas aludidas funcionarían como una complementación a la auditoría legal, en caso de que esta esté en curso o ya haya sido realizada.
- 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.

CAP. X

Por la importancia que tienen las declaraciones y garantías en los contratos de M&A y su potencial impacto entre las partes, un tiempo sustancial de las negociaciones del contrato es generalmente dedicado a esta sección²⁶.

25 FREUND, James C. *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*, Law Journal Seminars-Press, Nueva York, 1994, p. 229.

26 “There are no known statistics on the subject, but I’m willing to bet my briefcase that lawyers spend more time negotiating “Representations and Warranties of the Seller” than any other single article in the typical acquisition agreement.” FREUND, *Anatomy of a Merger*, cit., p. 229.

4.3. Consecuencias de la violación de declaraciones y garantías

Este aspecto, al que nos dedicaremos en esta sección del trabajo, consiste en el análisis de las consecuencias, en el Derecho brasileño, de una eventual “violación”, por el vendedor, de las cláusulas de declaraciones y garantías, es decir, en la posibilidad de indemnización, del vendedor al comprador, o de la rescisión del contrato por el comprador, en el caso de omisión, inexactitud o falsedad en la entrega de informaciones, por el vendedor, en las aludidas cláusulas.

Siendo así, este estudio tiene la finalidad de analizar si la violación de declaraciones y garantías, en el ámbito del derecho brasileño, generaría indudablemente algún derecho de rescisión o de indemnización para el comprador y, en caso positivo, cuál sería la extensión de estos derechos, teniendo en cuenta las limitaciones que serían impuestos a ellos como consecuencia de las disposiciones contenidas en la legislación brasileña.

Es importante resaltar que, por tratarse de un instituto que es típico del derecho anglosajón, no hay, en el derecho positivo brasileño, ninguna regla, doctrina o jurisprudencia específica disciplinando tales disposiciones contractuales, lo que crea una serie de cuestionamientos y dudas con respecto a la posibilidad de rescisión contractual o resarcimiento de eventuales perjuicios como resultado de violación de declaraciones y garantías. Con el fin de analizar el tema, nos corresponde discutir, aunque sea brevemente, con respecto a los institutos del derecho brasileño que tratan sobre la anulación del negocio jurídico y el incumplimiento contractual, para que podamos verificar la aplicabilidad de tales institutos en la violación de las declaraciones y garantías.

4.3.1. Vicios de consentimiento y vicios redhibitorios

- **Vicio de consentimiento: Error**

El Código Civil Brasileño establece que, en algunas situaciones, la formación de la voluntad (consentimiento) de las partes contratantes en un negocio jurídico puede haber sido afectada o viciada por factores externos, denominados vicios de consentimiento. Entre estos vicios, se encuentran el error, que consiste en la manifestación de voluntad de uno de los contratantes en discordancia con la realidad, según una percepción errónea sobre esta realidad. De acuerdo con Sílvio Venosa²⁷, este vicio afecta la voluntad intrínseca del agente y la manifestación de voluntad está viciada. De ese modo, si no existiese tal vicio, el declarante habría actuado de otro modo o, tal vez, ni siquiera hubiese realizado el negocio.

27 VENOSA, Silvio de Salvo, *Direito Civil: Parte Geral*, 10^a ed., Atlas, São Paulo, 2010, p. 382.

Por ser actos jurídicos defectuosos, pueden ser invalidados, siendo posibles de anulación²⁸. El Código Civil Brasileño²⁹ expresamente dispone que “son anulables los negocios jurídicos cuando las declaraciones de voluntad resultaren de un error sustancial que podría ser percibido por una persona de diligencia normal, considerando las circunstancias del negocio”.

En relación al derecho a la indemnización como sanción para el vicio de consentimiento por error, aunque está previsto en algunos sistemas jurídicos, tales como el alemán³⁰, resaltamos que nuestra legislación es omisa en ese sentido, por ello, en principio, no sería aplicable la indemnización con fundamento en la tesis del error, siendo el remedio jurídico más seguro para el comprador, en esta hipótesis, el pedido de anulación del contrato.

Para que sea considerado un vicio de consentimiento y, por consiguiente, pasible de anulación, el error debe presentar los siguientes atributos³¹: (i) ser excusable: debe ser de fácil percepción para el individuo promedio y diligente, o sea, si el error resultó de negligencia de la parte, no hay razón para hablar sobre anulación del acto; y (ii) ser sustancial y esencial: debe estar relacionado con la naturaleza del negocio y debe haber contribuido, de forma determinante, para la formación de la voluntad de la parte para aceptar el negocio; de modo que, en caso de que la parte estuviese consciente del error, no habría concluido el negocio³².

- **Vicio de consentimiento: Dolo**

Otra hipótesis prevista por el Código Civil Brasileño como un vicio de consentimiento, pasible de anulación, es el dolo³³. Trata el dolo de “artificio, artimaña, ardid, escenificación, astucia, deseo maligno ten-

CAP. X

28 Artículo 171 del CC/02: “Además de los casos expresamente declarados en la legislación, el negocio jurídico es anulable: I – por incapacidad relativa del agente; II – por vicio resultante de error, dolo, coacción, estado de peligro, lesión o fraude con acreedores”.

29 Artículo 138 del CC/02.

30 Código Civil Alemán (BGB), Artículos 119 y 122.

31 MEDEIROS, Mariana Mendes. *Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos Internacionais de Aquisição de Empresas ou Ativos*, Disertación de Maestría en el Departamento de Derecho Internacional de la Facultad de Derecho de la Universidad de São Paulo, 2006, pp. 106 y ss.

32 Artículo 139 del CC/02: “El error es sustancial cuando: I - interesa a la naturaleza del negocio, al objeto principal de la declaración, o a alguna de las cualidades esenciales a él; II - concierne a la identidad o a la calidad esencial de la persona a quien se refiere la declaración de voluntad, desde que la haya influenciado de modo relevante; III - siendo de derecho y no implicando recusación a la aplicación de la ley, fuere el motivo único o principal del negocio jurídico”.

33 Artículo 145 del CC/02: “Los negocios jurídicos son anulables por dolo, cuando este fuere su causa”.

diente a viciar la voluntad del destinatario, a desviarlo de su correcta dirección. (...). Objetivamente, el error se muestra a la vista de todos, de la forma que tiene el dolo, o sea, como representación errónea de la realidad. La diferencia está en que, en el error, el vicio de la voluntad resulta de la íntima convicción del agente, mientras que en el dolo encontramos inducción al error por parte de quien declara o de un tercero”³⁴.

El dolo puede ser por acción como, por ejemplo, cuando el vendedor declara algo que sabe que es incorrecto, o por omisión, cuando el comprador no informa al vendedor, de manera dolosa, sobre un problema que sabe que acomete a la sociedad-objetivo.

Del mismo modo que el error, existen algunas características que deben estar presentes en el dolo para que este pueda ser considerado como un vicio de consentimiento las cuales son³⁵: (i) ser grave: la gravedad dependerá del examen caso por caso y está relacionada intrínsecamente con el grado de sofisticación y de diligencia de las partes; o sea, si el dolo pudiese ser descubierto fácilmente por la parte, teniendo en cuenta especialmente su sofisticación técnica, entonces, no habría razón para hablar sobre gravedad del dolo; (ii) ser factor determinante para la celebración del negocio: esto significa que, sin el dolo, el contrato no habría sido celebrado o hubiese sido firmado con bases sustancialmente diferentes; y (iii) no puede haber existido dolo por ambas partes: en caso de que ambas partes del contrato hubiesen actuado con dolo, ninguna de las partes podrá alegarlo.

Diferentemente del vicio de consentimiento por error, en el cual la indemnización por pérdidas y daños no es expresamente permitida, en el dolo, la parte perjudicada podrá solicitar tanto la anulación del negocio jurídico como la reparación por pérdidas y daños.

- **Vicios redhibitorios**

Los vicios redhibitorios, una aplicación de la teoría general del error, son conceptuados por la específica disposición legal, según los siguientes términos³⁶: “La cosa recibida en virtud de un contrato commutativo puede ser rechazada por vicios o defectos ocultos, que la tornen imprópria para el uso al que se destina o disminuyan su valor”.

De ese modo, el derecho brasileño, independientemente de lo dispuesto en el contrato, impone al vendedor la responsabilidad por

34 VENOSA, *Direito Civil: Parte Geral*, cit., p. 401.

35 MEDEIROS, *Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos Internacionais de Aquisição de Empresas ou Ativos*, cit., pp. 110 y ss.

36 Artículo 441 del CC/02.

eventuales defectos ocultos de la cosa vendida; estos defectos que no son de conocimiento del comprador y no son perceptibles de inmediato por este y que tienen como consecuencia volver la cosa impropia para el uso o disminuirle el valor, de tal modo que, si el defecto hubiese sido conocido por el comprador, esto no habría realizado el negocio o, entonces, lo habría hecho con bases sustancialmente diferentes.

La diferencia del error comparado con el vicio redhibitorio es que en aquel el vicio está relacionado con la parte específica de la que surge la voluntad, o sea, es un error de su propia percepción con respecto al real estado de las cosas; aunque causado por informaciones falsas dadas por la otra parte. En caso de que tales informaciones hayan sido suministradas de manera intencional, entonces se trata de dolo. En el vicio redhibitorio, el vicio está en la cosa específica que es el objeto del contrato, oculto y no perceptible por la parte que declaró la voluntad.

Para que un vicio sea considerado como redhibitorio, los siguientes requisitos deben estar necesariamente presentes: (i) el vicio o defecto debe estar oculto, no siendo perceptible por una persona promedio aun mediante examen atento de la cosa; (ii) el defecto oculto debe ser grave, de manera tal que vuelva la cosa impropia para el uso o reduzca significativamente su valor; y (iii) los defectos deben existir a la fecha de la celebración del contrato.

De los vicios redhibitorios pueden resultar dos acciones, siendo que, la primera, focaliza en la anulación del contrato y la entrega de la cosa al vendedor (con la consecuente restitución al comprador de la cuantía pagada) y, la segunda, tiene el objetivo de rebaja del precio. Además, en caso de que se compruebe que el vendedor tenía conocimiento sobre el vicio o defecto de la cosa, además de la restitución del importe recibido, este deberá indemnizar al comprador por pérdidas y daños³⁷.

Teniendo en cuenta esta breve exposición sobre error, dolo y vicios redhibitorios, falta examinar si la violación de declaraciones y garantías, en contratos de M&A, podría ser encuadrada como vicio de consentimiento por error o dolo o, aun, como vicio redhibitorio y, consecuentemente, podría generar el derecho de solicitar la anulación del contrato o inclusive el derecho a la indemnización (en el caso de dolo) por parte del comprador.

CAP. X

37 Artículo 444 del CC/02: "Si el enajenante conocía el vicio o el defecto de la cosa, restituirá lo que recibió a cambio, con pérdidas y daños; si no lo conocía, solamente restituirá la cuantía recibida, más los gastos del contrato".

Es cierto que la respuesta a esta indagación dependerá del análisis caso por caso y, eventualmente, de la interpretación del juez competente o del árbitro (dependiendo del medio de resolución de conflictos que se decida adoptar, conforme a lo que analizaremos en el ítem 4 de este artículo) responsable por juzgar la eventual acción de anulación o indemnización.

En teoría, es perfectamente factible que el comprador alegue que su decisión de firmar el contrato de compraventa habría sido viciada por una declaración errónea o incompleta (contaminada o no de dolo) que le hizo creer que la situación económica o jurídica de la empresa-objetivo era aceptable para sus estándares, en el caso de que tales declaraciones hubiesen sido verdaderas, cuando la realidad, con respecto a la viabilidad del negocio era sustancialmente diferente a su percepción (en el caso de error o dolo), hasta el punto de hacerlo desistir de la operación o de modificar sus bases esenciales. Del mismo modo, el comprador podría alegar que la “cosa” comprada, es decir, la actividad económica practicada por la empresa-objetivo estaría contaminada por un vicio oculto, considerándose que su decisión de adquirir la empresa fue tomada sobre la base de informaciones erróneas que no le permitieron evaluar la real situación del bien a ser adquirido (en la hipótesis de vicio redhibitorio).

No obstante, se puede afirmar que, en la práctica, sería difícil caracterizar la violación de declaraciones y garantías según la teoría de los vicios de consentimiento o de los vicios redhibitorios. Esto porque, en principio, habría gran dificultad para que el comprador sostente que su decisión de adquirir una determinada empresa fue tomada enteramente de acuerdo con el análisis de una o algunas declaraciones y garantías específicas ofrecidas por el vendedor. Del mismo modo, a no ser que todo el conjunto de declaraciones y garantías se muestre incompleto e incorrecto (lo que también sería muy improbable en la práctica), los requisitos de sustancialidad y esencialidad del error alegado, o el criterio de la gravedad del dolo o del vicio oculto, serían de ardua comprobación.

Además, las operaciones que involucran la adquisición de una empresa son precedidas, normalmente, por un procedimiento muy detallado, realizado por profesionales técnicos altamente capacitados, de auditoría legal (*legal due diligence*) y financiera. En ese escenario, sería muy difícil comprobar ante el juez o el árbitro, en el curso de un proceso judicial o arbitral, que el error o dolo no podrían haber sido descubiertos en dicho proceso de investigación.

Nótese, asimismo, que los jueces y árbitros, teniendo la finalidad de evitar la inestabilidad en las relaciones jurídicas, acostumbran a

observar el principio de la conservación de los contratos, según el cual, frente a algún defecto solucionable, se prefiere el saneamiento en lugar de la resolución del contrato. Así, se puede afirmar que, aunque se constate el vicio de consentimiento por error, si hubiere alguna posibilidad de sanar tal vicio complementando la declaración, o aun mediante la ejecución de algún acto o corrección que vuelvan verdadera y completa aquella declaración, es probable que los jueces y árbitros tiendan a adoptar esta vía, en vez de la anulación del negocio jurídico como un todo.

4.3.2. Incumplimiento contractual

Además de los remedios jurídicos mencionados en líneas anteriores, existe también la posibilidad de que el comprador solicite del vendedor indemnización por pérdidas y daños por el incumplimiento total o parcial de la obligación contractual³⁸. Cuando el incumplimiento contractual es parcial, la parte que no cumplió la obligación puede ser obligada a cumplirla, según las obligaciones de dar, hacer o no hacer. No obstante, cuando el cumplimiento de la obligación no es posible, el acreedor de la obligación puede requerir indemnización por pérdidas y daños.

Para que surja el derecho a la indemnización, algunos requisitos deben ser cumplidos: (i) el comprador debe haber sufrido un perjuicio real, o sea, un daño evaluable monetariamente, que provoque una disminución de su patrimonio; (ii) por regla, el perjuicio debe resultar de la culpa de la otra parte, aunque no haya dolo o una intención de perjudicar³⁹; y (iii) debe estar presente el nexo causal, es decir, debe haber una conexión directa entre el perjuicio y la conducta del agente.

Normativamente, la indemnización abarca a los daños emergentes (el perjuicio consistente en la disminución real del patrimonio del comprador) y las ganancias cesantes (aquellos que el comprador dejó razonablemente de ganar)⁴⁰. Puede cubrir, también, los daños morales, en la hipótesis en la que la reputación del comprador hubiese sido afectada negativamente por el acto del vendedor.

38 Artículo 389 del CC/02: “No cumplida la obligación, el deudor responde por pérdidas y daños, más intereses y actualización monetaria según los índices oficiales regularmente establecidos, y honorarios de abogados”.

39 Es importante resaltar que en la responsabilidad contractual se presume la culpa de la parte que incumplió la obligación. En esa hipótesis, la carga de probar la ausencia de culpa es de quien dio la declaración (vendedor) y no del comprador.

40 Artículo 402 del CC/02: “Salvo las excepciones expresamente previstas en ley, las pérdidas y daños debidas al acreedor abarcan, además de lo que efectivamente perdió, lo que razonablemente dejó de ganar”.

En lo que se refiere a la cuantía de la indemnización, la regla general es que la indemnización debe medirse por la extensión del daño⁴¹ y no por la culpa del agente.

Hechas estas consideraciones generales, se debe resaltar que el presupuesto básico de la reparación por pérdidas y daños consiste en la comprobación, por parte del comprador, de que la violación de las declaraciones y garantías le ocasionó, realmente, un perjuicio, un daño o una disminución de su patrimonio. De este modo, en caso de que el daño no esté presente, no será posible la indemnización por incumplimiento contractual resultante de violación de declaraciones y garantías.

Sin embargo, habiendo comprobado el daño real, en principio, y dependiendo, obviamente, del análisis caso por caso, el pedido de reparación según el instituto de responsabilidad civil sería el medio más eficiente para que el comprador obtenga reparación por cuenta de violación de declaraciones y garantías. En efecto, considerando la dificultad demostrada en el ítem 3.3.1 en relación a que el comprador consiga rescindir el contrato o la indemnización de acuerdo con los remedios jurídicos señalados en líneas anteriores, es usual incluir cláusulas de indemnización combinadas con las cláusulas de declaraciones y garantías en los contratos de compraventa.

De este modo, las cláusulas estándares de tales contratos establecen, como regla, que el vendedor se obliga a indemnizar, defender, mantener indemne y eximir al comprador por cualesquiera pérdidas resultantes de cualquier falsedad, inexactitud, omisión o violación contenida en las declaraciones suministradas por el vendedor en el contrato de compraventa.

No obstante que la utilización de este instituto, como medio de reparación de daños, sea, en principio, más beneficiosa para el comprador, las dificultades relatadas anteriormente también podrían ser transpuestas para este remedio jurídico. En efecto, la determinación del nexo causal, entre el perjuicio real señalado por el comprador y la declaración dada de manera incorrecta o incompleta, puede ser de difícil comprobación en la práctica. Además, en tales casos, difícilmente el daño experimentado por el comprador podría ser conectado a una o dos declaraciones eventualmente falsas dadas por el vendedor. Finalmente, también en esta hipótesis, el juzgador posiblemente tendría en consideración la eventual realización de auditoría por parte del comprador, a fin de arbitrar la extensión del daño causado por la violación de la declaración que se esté analizando y, consecuentemente, la cuantía de la indemnización.

41 Artículo 944 del CC/02: “La indemnización se mide por la extensión del daño. Párrafo único. Si hubiere excesiva desproporción entre la gravedad de la culpa y el daño, el juez podrá reducir, equitativamente, la indemnización.”

4.4. Consideraciones finales

Teniendo en cuenta lo expuesto en esta sección 4, pese a que las cláusulas de declaraciones y garantías sean muy útiles en lo que respecta a su finalidad informativa y, en consecuencia, para la formación del conocimiento del comprador sobre el bien que pretende adquirir, es posible afirmar que las consecuencias de la violación de declaraciones y garantías pueden causar cierta inseguridad jurídica para las partes, especialmente al comprador, teniendo en cuenta la inexistencia de reglas legales, doctrina y jurisprudencia específicas sobre los remedios disponibles para el comprador en tales situaciones.

En efecto, por tratarse de un instituto “importado” del derecho anglosajón, la aplicación de las reglas legales vigentes a las aludidas cláusulas puede revelarse muy difícil y, a veces, insuficiente en la práctica, considerando especialmente la dificultad de encuadramiento de las consecuencias de violación de tales cláusulas en los requerimientos impuestos por la legislación para caracterizar lo que se analizó como vicios de consentimiento, vicios redhibitorios o responsabilidad civil.

En consecuencia, los contratos de compraventa, que involucran a sociedades brasileñas, deberán ser redactados con el fin de garantizar al comprador seguridad jurídica por medio de otras cláusulas contractuales, especialmente aquellas que procuren responsabilizar al vendedor por actos o hechos ocurridos hasta la fecha del cierre, así como disposiciones específicas que traten de la posibilidad de resolución del contrato por las partes o la ejecución específica de obligaciones.

Además, es importante mencionar que la realización de un proceso, altamente detallado, de auditoría legal y financiera, realizado por profesionales con técnica y *expertise* es esencial para alejar, de manera eficiente, riesgos relevantes para el comprador en operaciones de fusiones y adquisiciones en Brasil.

CAP. X

5. EL ARBITRAJE COMO ELECCIÓN ADECUADA PARA LA SOLUCIÓN DE CONFLICTOS EMPRESARIALES COMPLEJOS EN BRASIL

Además de las cuestiones de derecho material y contractual (especialmente en lo que atañe a los contratos de M&A) analizadas en los ítems anteriores, se hace imprescindible abordar, aunque sea brevemente, el procedimiento arbitral en Brasil, justamente por el hecho de que, modernamente, es considerado el foro adecuado para las demandas que involucran cuestiones de derecho empresarial, negocios internacionales o asuntos de mucha complejidad, para las cuales el Poder Judicial brasileño no está debidamente preparado.

La jurisdicción arbitral brasileña está regulada por la Ley N.º 9.307, del 23 de septiembre de 1996 (“Ley de Arbitraje”) y ha recibido mucha atención de la doctrina y respeto por los tribunales brasileños. El arbitraje es descripto como

el “medio alternativo de solución de controversias mediante la intervención de una o más personas que reciben sus poderes de un acuerdo privado (“convención arbitral” o “convención de arbitraje”), decidiendo con base en ella, sin intervención gubernamental, siendo la decisión destinada a asumir la misma eficacia que la sentencia judicial –se coloca a disposición de quien quiera que sea, para solucionar conflictos referentes a derechos patrimoniales que los litigantes puedan disponer”⁴².

Aunque la Ley de Arbitraje data del año 1996, su utilización amplia comenzó a ser difundida en Brasil después de la sentencia proferida por el Supremo Tribunal Federal⁴³, el 12 de diciembre de 2001, ocasión en la que la estipulación del arbitraje y su uso por las partes contratantes fue considerada constitucional, es decir, no violadora del principio constitucional de acceso a la justicia⁴⁴.

Desde entonces, el arbitraje ha sido considerado como una alternativa para resolver las controversias que surgen en el ámbito de los negocios complejos y/o de valores significativos, que transmiten derechos de propiedad disponibles⁴⁵.

Por un lado, es posible afirmar que los puntos positivos, muy vinculados a la utilización del arbitraje para la solución de conflictos, son (i) la rapidez de sus decisiones finales (en comparación con el tiempo dedicado y los numerosos grados de jurisdicción del Poder Judicial brasileño); y (ii) el sigilo, ya que, como regla⁴⁶, solamente las partes litigantes tienen informaciones sobre el contenido del proceso; (iii) la especialización de los juzgadores, pues las partes pueden indicar profesionales con *expertise* en la materia de la disputa; se debe enfatizar que, aunque sea recomendable, no es obligatorio que los juzgadores sean graduados en Derecho; y (iv) el respeto a la autonomía de la voluntad de las partes, pues posibilita que estas elijan las reglas procesales y sustanciales más convenientes para el asunto de la disputa. Por otro lado, tal selección resulta, siendo rigurosos, en la abdicación de la posibilidad de revisión del laudo arbitral de mérito por el Poder Judicial, así como puede ser más costosa que la solución del conflicto ante el Poder Judicial.

Para que las partes estén obligadas a solucionar sus disputas frente a un tribunal arbitral, deberán firmar, por escrito, una convención de arbitraje⁴⁷,

42 CARMONA, Carlos Alberto, *Arbitragem e Processo: um comentário à Lei 9.307/96*, 2^a ed., Atlas, São Paulo, 2006, p. 51.

43 Brasil, Supremo Tribunal Federal, Recursos de Reglamento en la Sentencia Extranjera Impugnada N.º 5.206-7, Reino de España, Ministro Relator Sepúlveda Pertence, juzgado el 12.dic.2001, DJ [*Diario del Poder Judicial*]. 30.04.2002.

44 Artículo 5º, inciso XXXV, de la Constitución Federal Brasileña.

45 Artículo 3º de la Ley de Arbitraje.

46 La gran mayoría de los reglamentos de las Cámaras Arbitrales brasileñas prevé la confidencialidad de los documentos y piezas procesales que componen el proceso arbitral.

47 Artículo 4º o 9º de la Ley de Arbitraje.

acordando que someterán a arbitraje los litigios que deriven o estén relacionados a determinado contrato o acuerdo.

Decidiendo por la vía arbitral, las partes contratantes deben tomar todas las precauciones y cuidados con respecto a la redacción de la cláusula arbitral, a fin de que exprese debidamente la intención contratada, sea con relación a las reglas y la administración del procedimiento por una determinada institución, la ley aplicable, la sede del arbitraje, el número de árbitros y la forma de su nombramiento o con respecto a otros detalles que las partes consideren pertinentes para la institución segura de ese procedimiento.

Además de incluir una cláusula de arbitraje completa, es importante recordar la importancia de utilizar mecanismos idénticos para la solución de controversias en operaciones complejas, compuesto por múltiples contratos relacionados (grupo de contratos); con el fin de que la jurisdicción de los árbitros no sea cuestionada con respecto a los instrumentos, aunque estén estrechamente relacionadas, debido a que la cláusula de arbitraje ha sido redactada de diferente manera en los diferentes contratos que componen la operación.

Amerita mencionar que, bajo la óptica de la legislación brasileña, la selección del procedimiento arbitral no es entendida como una renuncia o revocación de la jurisdicción gubernamental, sino solamente como una neutralización temporal de esta en relación con aquella, porque son vías que están en competición y no se sobreponen en la solución de conflictos⁴⁸. Tal aserción se torna visible, por ejemplo, cuando un árbitro solicita al juez, durante el procedimiento arbitral, la ejecución de medidas urgentes (cautelar o anticipatoria⁴⁹), considerando que no tiene competencia para ejecutarlas⁵⁰.

48 ALVIM CARREIRA, José Eduardo, *Direito Arbitral*, 3^a ed., Forense, Rio de Janeiro, 2007, pp. 115/116. NERY JUNIOR, Nelson afirma que, en la realidad, lo que se excluye temporalmente por la convención arbitral es el acceso al Poder Judicial del Gobierno y no a la jurisdicción propiamente dicha, cabiendo a las partes elegir entre la vía arbitral o la vía judicial. (*Princípios do Processo Civil na Constituição Federal*, 2^a ed., Revista dos Tribunais, São Paulo, 1995, p. 78.)

49 “Aunque ambas tengan la finalidad de asegurar la efectividad y la utilidad de la decisión principal, en la medida cautelar conservativa eso se verifica mediante la conservación de bienes o situaciones, normalmente para garantizar la ejecución forzada. La eficacia práctica de la decisión final es preservada mediante el alejamiento de una situación objetiva de peligro. En la medida cautelar anticipatoria, la amenaza es analizada desde un prisma subjetivo, pues el resultado del proceso, si no es anticipado, podrá no ser más útil para el titular del derecho (...) La innovación, también incorporada por la Ley N.º 10.444, del 7 de mayo de 2002, vino a reforzar la idea de la identidad entre ambas modalidades de tutela, de urgencia y provisoria, sea conservativa o anticipatoria. Se trata del nuevo párrafo 7^{mo} del artículo 273 (...) Se adoptó, en relación con las tutelas de urgencia, cautelares o anticipatorias, el principio de la fungibilidad, según el cual el juez puede conceder la medida más adecuada para la situación de los autos, siendo irrelevante el eventual equívoco del solicitante al formular el pedido”. BEDAQUE, José Roberto dos Santos, *Tutela cautelar e tutela antecipada: Tutelas sumárias e de urgência (tentativa de sistematização)*, 3^a ed., Malheiros, São Paulo, 2003, pp. 144 y 381-382.

50 Por otro lado, Donaldo Armelin explica que “[la] Ley de Arbitraje no deja dudas sobre a la exclusión de la jurisdicción gubernamental, cuando se cuida del proceso de conocimiento

También sobre la relación entre el arbitraje y el Poder Judicial brasílico, se discuten con frecuencia las hipótesis en las que el juez puede conceder medidas cautelares, notoriamente cuando hay convención arbitral firmada por los contratantes. A ese respecto, el Superior Tribunal de Justicia –cuerpo judicial competente para establecer la correcta interpretación de la legislación federal infra constitucional⁵¹– decidió, recientemente, que es posible iniciar una acción de naturaleza cautelar en la hipótesis de que una de las partes necesita de una tutela de urgencia, a fin de asegurar el resultado útil de proceso arbitral, antes de la institución del respectivo tribunal.

Con la aceptación por el último árbitro, es decir, vencida la circunstancia que justificó “la intervención contingencial del Poder Judicial, y considerando que la celebración del compromiso arbitral implica, como regla, la derogación de la jurisdicción gubernamental, los autos deben ser encaminados, rápidamente, al juez arbitral, para que este asuma el procesamiento de la acción y, si fuere el caso, para que analice de nuevo la tutela concedida, manteniendo, modificando o revocando la respectiva decisión”⁵².

Otra cuestión, que debe ser tratada, se refiere al pedido de homologación de laudos arbitrales extranjeros ante el Superior Tribunal de Justicia⁵³. Estudios recientes muestran que Brasil, según su Ley de Arbitraje y en la Convención de las Naciones Unidas sobre Reconocimiento y Ejecución de Laudos Arbitrales Extranjeros, del 10 de junio de 1958 (“Convención de Nueva York”)⁵⁴, viene reconociendo y, por consiguiente, determinando la ejecución de la gran mayoría de los laudos extranjeros que le son sometidos⁵⁵.

iniciado en contraposición a la convención de arbitraje ya pactada. En ese sentido, su artículo 41 dio una nueva redacción a los artículos 267, inciso VII, y 301, inciso IV del Código Procesal Civil, estableciendo la existencia de una convención de arbitraje como causa de extinción del proceso judicial. No obstante, esa existencia no puede ser reconocida de oficio por el Juez, imponiéndose a la parte su alegación presentada en tiempo, bajo pena de configurarse, en su omisión, verdadera renuncia al arbitraje pactado”. ARMELIN, Donald, “Tutela de urgência e Arbitragem”, en *Tutelas de urgência e cautelares*, Saraiva, São Paulo, 2010, p. 361.

51 Artículo 105, Inciso III, de la Constitución Federal.

52 Brasil, Superior Tribunal de Justicia, 3^a Turma, Recurso de reglamento en la medida cautelar N.º 19.226, Ministro Relator Massami Uyeda, Relatora para Sentencia: Ministra Nancy Andrighi, juzgamiento el 21.06.2012, DJ. 29.06.2012.

53 Artículo 105, inciso I, i.

54 Ratificada por Brasil el 23.07.2002, por el Decreto N.º 4.311 del 23.07.2002.

55 El Comité Brasileño de Arbitraje (CBAr) –asociación sin fines de lucro cuya finalidad es el fomento de los estudios jurídicos e interdisciplinarios pertinentes al arbitraje y a otros métodos de solución alternativa de controversias– elaboró un estudio exhaustivo sobre el asunto, habiendo concluido que “ya, bajo la competencia del Superior Tribunal de Justicia, de los 23 (veintitrés) laudos arbitrales extranjeros juzgados hasta el 31.07.2009, 17 (diecisiete) fueron homologados, 4 (cuatro) tuvieron denegado el pedido de homologación y 2 (dos) fueron extinguidos sin juzgamiento de mérito. (...) la gran mayoría de las sentencias proferidas, en casos de homologaciones de laudos extranjeros, respetó los preceptos de la Ley de Arbitraje y, por consiguiente, fueron consideradas como técnicas para los fines

Por último, ante el aumento exponencial de los pedidos de instauración de un procedimiento arbitral en Brasil, se han desarrollado diversas cámaras de comercio e instituciones idóneas las cuales han recibido la mayor parte de los conflictos de ese tipo, justamente porque cuentan con los servicios de un cuerpo multidisciplinario de árbitros, quienes tienen reconocida experiencia en las más diversas áreas del Derecho⁵⁶.

La combinación de esos factores ha llevado a que se emitan laudos arbitrales bien fundamentados y que, raramente, son impugnados ante el Poder Judicial brasileño⁵⁷, causando el aumento de la confianza del mercado en ese tipo de método alternativo para la solución de conflictos.

6. CONSIDERACIONES FINALES

Teniendo en cuenta lo expuesto en líneas anteriores, se puede concluir que la utilización de cláusulas e institutos típicos del *Common Law* en los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña, tales como la cláusula MAC y declaraciones y garantías, no se contradicen con el ordenamiento jurídico brasileño. No obstante, se debe notar que tales institutos, como se utilizan en los contratos extranjeros, quizás no encuentren el respaldo adecuado en la legislación, doctrina o jurisprudencia brasileñas. De hecho, conforme a lo visto en el texto precedente, el uso de cláusulas MAC y declaraciones y garantías con la finalidad de indemnización, por ejemplo, puede encontrar algunos óbices, de acuerdo con los institutos del Derecho Civil de Brasil. De este modo, se puede afirmar que la simple transposición, sin adaptación alguna, de tales cláusulas e institutos, no es una práctica recomendable. Por lo tanto, es esencial que los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña, que contengan las referidas cláusulas, sean debidamente adaptados para la legislación brasileña; de manera que no pierdan su efectividad y aplicabilidad y, en consecuencia, puedan asegurar una máxima seguridad jurídica para las partes signatarias del contrato de compraventa.

CAP. X

de esta investigación.” [Versión en línea <<http://bit.ly/1lnbFTI>> acceso el 18.11.2013]. La mayor dificultad, que se puede señalar, se refiere al largo tiempo que fue requerido para que tal proceso de homologación de laudos arbitrales extranjeros fuese concluido ante el Superior Tribunal de Justicia.

- 56 Podemos citar a la Cámara de Comercio Brasil-Canadá, CCBC, la Cámara de Arbitraje del Mercado, CAM (BM&FBOVESPA), la Cámara de Arbitraje de la “Fundação Getúlio Vargas, FGV” y la Cámara de Arbitraje de la Federación de Industrias del Estado de San Pablo, FIESP.
- 57 Nótese que la Ley de Arbitraje, según los términos del artículo 32, lista las hipótesis (*numeris clausus*) de anulación del laudo arbitral.

7. BIBLIOGRAFÍA

- ALVIM CARREIRA, José Eduardo, *Direito Arbitral*, 3^a ed., Forense, Rio de Janeiro, 2007.
- ARMELIN, Donaldo, "Tutela de urgência e Arbitragem", en *Tutelas de urgência e cautelares*, Saraiva, São Paulo, 2010.
- BEDAQUE, José Roberto dos Santos, *Tutela cautelar e tutela antecipada: tutelas sumárias e de urgência (tentativa de sistematização)*, 3^a ed., Malheiros, São Paulo, 2003.
- CARMONA, Carlos Alberto, *Arbitragem e Processo: um comentário à Lei 9.307/96*, 2^a ed., Atlas, São Paulo, 2006.
- FREUND, James C., *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*, Law Journal Seminars-Press, Nueva York, 1994.
- GOMES, Orlando, *Contratos*, 26^a ed., Forense, Rio de Janeiro, 2009.
- MEDEIROS, Mariana Mendes, *Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos Internacionais de Aquisição de Empresas ou Ativos*, Disertación de Maestría en el Departamento de Derecho Internacional de la Facultad de Derecho de la Universidad de São Paulo, 2006.
- NERY JUNIOR, Nelson, *Princípios do Processo Civil na Constituição Federal*, 2^a ed., Revista dos Tribunais, São Paulo, 1995.
- PAES DE BARROS LEÃES, Luiz Gastão, "A Onerosidade Excessiva no Código Civil" en *Revista de Derecho Bancario*, de Mercado de Capitales y de Arbitraje, vol. 31, ene.-mar. 2006.
- VENOSA, Silvio de Salvo, *Direito Civil: Parte Geral*, 10a ed., Atlas, São Paulo, 2010.

LAS CLÁUSULAS DE MATERIAL ADVERSE CHANGE Y SU UTILIZACIÓN GLOBALIZADA EN CONTRATOS DE M&A

Jaime E. Cubillos Porto

Socio de Posse Herrera Ruiz Abogados
(Bogotá, Colombia)*

Paula Torres Holguín

Abogada de Posse Herrera Ruiz Abogados
(Bogotá, Colombia)

Sumario:

1. Introducción.
2. El caso de las cláusulas MAC.
3. Finalidad de las cláusulas MAC.
4. ¿Qué han dicho las cortes estadounidenses respecto de la cláusula MAC?
5. Las cláusulas MAC en el contexto del sistema jurídico colombiano.
6. Las condiciones en el derecho colombiano.
7. Otras normas colombianas para el caso de las cláusulas MAC.
8. Conclusiones.
9. Bibliografía.

RESUMEN EJECUTIVO

La industria de prestación de servicios relacionados con fusiones y adquisiciones (M&A) ha sido objeto de un proceso notable de globalización en las últimas décadas. Este proceso ha permitido y propiciado, a su vez, la exportación del conocimiento y las técnicas desarrolladas en grandes epicentros financieros a otros mercados que, históricamente, han tenido una evolución menos extensa en esta industria. Esta globalización no puede ser ignorada ni desaprovechada por los actores que prestan servicios legales, especialmente por aquellos involucrados en negocios transfronterizos de M&A; sin embargo, debe acogerse con un alto nivel de cuidado, para evitar así la importación de técnicas que no tienen espacio o son contradictorias al sistema jurídico local.

El caso de las cláusulas de material adverse effect o material adverse change (MAC) buscan, de manera general, distribuir riesgos contractuales ante la ocurrencia de eventos inesperados, cuyo impacto sobre la transacción

* www.phrlegal.com

es de tal importancia que se considera “material”. Estás cláusulas, que se encuentran usualmente en los contratos de compraventa de acciones elaborados bajo la ley de Nueva York, son un ejemplo particularmente interesante de lo anterior. Su trasplante a otras jurisdicciones genera retos específicos en la medida en que, en su jurisdicción de origen, la redacción de esta cláusula es intencionalmente ambigua, y las partes se apoyan para su definición y aplicación en la jurisprudencia de las cortes estadounidenses. En Colombia, es posible utilizar estas cláusulas de distribución de riesgos de origen foráneo, pero hacerlo implica el reto, para los asesores legales de transacciones transnacionales, de redactar dichas cláusulas de forma tal que no contradigan el sistema jurídico o sean aplicadas, de manera inconveniente, a la luz de las instituciones tradicionales del ordenamiento local.

1. INTRODUCCIÓN

La industria de prestación de servicios relacionados con fusiones y adquisiciones (M&A) ha sido objeto de un proceso notable de globalización en las últimas décadas. Este proceso ha permitido y propiciado, a su vez, la exportación del conocimiento y las técnicas desarrolladas en grandes epicentros financieros a otros mercados que, históricamente, han tenido una evolución menos extensa en esta industria. Esta globalización no puede ser ignorada ni desaprovechada por los actores que prestan servicios legales, especialmente por aquellos involucrados en negocios transfronterizos de M&A; sin embargo, debe acogerse con un alto nivel de cuidado, para evitar así la importación de técnicas que no tienen espacio o son contradictorias al sistema jurídico local.

Con los años, los canales de comunicación entre las capitales financieras del mundo y los actores de otras regiones se han hecho más fluidos y permanentes. Por su parte, la inversión extranjera en países en vía de desarrollo y otros factores macroeconómicos, de manera reciente y particularmente en Latinoamérica, han generado un incremento acelerado del número de negocios de M&A en regiones del mundo donde estas prácticas no eran tan frecuentes. Esto, a su vez, ha llevado al desarrollo paralelo de una industria relativamente uniforme de prestación de servicios relacionados con M&A, a través de la globalización de técnicas de valoración, negociación, auditoría e integración de negocios, entre otros, utilizados por banqueros de inversión, consultores estratégicos y demás asesores, independientemente del lugar donde se lleve a cabo el negocio o desde el cual se preste la asesoría.

El mundo de los abogados transaccionales no se queda atrás en este proceso de globalización; tal vez el ejemplo más claro, en este sentido, ha sido la adopción, directa o indirecta, del modelo anglosajón de contrato de adquisición de acciones o activos por parte de abogados transaccionales en diferentes latitudes. Quienes han participado en este tipo de negocios en los últimos años, reconocen que es fácil encontrar, en diferentes regiones del

mundo, la utilización generalizada de modelos de contratos diseñados y desarrollados para ejecutarse en otros países, en particular, en Estados Unidos e Inglaterra. Así, es probable que abogados del departamento de M&A de una firma de abogados latinoamericana, por ejemplo, sean entrenados desde temprano en su carrera en la redacción de contratos basados en modelos de contratos de compraventa preparados en la ciudad de Nueva York, que se refieren a los contrato de compraventa de compañías que redactan, indistintamente, como un “SPA”, (acrónimo del término inglés “*stock purchase agreement*” o “*share purchase agreement*”) o que reconozcan y apliquen términos que comúnmente se utilizan en un SPA anglosajón, como *representations and warranties, covenants, indemnification, material adverse change, materiality, reasonable best efforts, commercially reasonable efforts*, etc.

Por lo general, y tal vez por la cercanía geográfica, en países de América Latina, es más común encontrar el uso de modelos de SPA desarrollados bajo la ley de Nueva York, que modelos diseñados en Inglaterra. Esta utilización global de modelos de SPA estadounidenses trae consigo tantas ventajas como riesgos potenciales.

En cuanto a las ventajas, la adopción de un modelo generalizado de contrato permite mayor celeridad en las negociaciones lo cual es crítico en negocios de M&A. Un modelo conocido permite iniciar la negociación sobre una base contractual con la cual las partes están relativamente familiarizadas, lo que supone un avance importante en la velocidad con la que se estructura el futuro contrato. Los abogados somos testigos de la presión que ejercen los clientes, banqueros de inversión y demás expertos negociadores para el cierre de las negociaciones comerciales en el menor plazo posible. Esto es lo más razonable, pues la demora en una negociación abre espacio para que las partes se enfríen, dispersen su atención y pierdan interés en el negocio, dirigiendo su interés y recursos a otras oportunidades de negocio que puedan concretarse más rápidamente. También es cierto, por supuesto, que una negociación más demorada es más costosa para todos los involucrados. Utilizar un modelo de SPA relativamente uniforme como base para la negociación en otras jurisdicciones tiene, entonces, la ventaja de hacer más rápida la redacción del acuerdo, así como la de permitir a las partes construir un acuerdo según un modelo que ha evolucionado y se ha decantado con el tiempo; un modelo que ha acogido, dentro de su clausulado, mecanismos de distribución de riesgos identificados en el mercado a partir de la negociación y ejecución de diversas transacciones en el tiempo.

Sin embargo, como se advirtió anteriormente, el uso del modelo de SPA anglosajón conlleva también riesgos importantes y debe ajustarse con el mayor cuidado al sistema jurídico local de quien pretende utilizarlo. No puede perderse nunca de vista que el modelo ha sido redactado y diseñado para ser ejecutado en jurisdicciones extrañas al juez local que le corresponderá, eventualmente, resolver las disputas que puedan presentarse con relación al contrato que tiene como base el modelo. De esta manera, el abogado que

adopta un modelo de SPA extranjero tiene el deber de analizar y entender el clausulado dentro de su contexto original, para así ajustarlo adecuadamente a las exigencias de su propio sistema. De lo contrario, puede cometer el grave error de redactar o suscribir un contrato que contiene términos que no surtirán el efecto deseado o esperado por las partes al momento de su suscripción, derrotando la seguridad jurídico-contractual con la cual se pretendió escudar a las partes del contrato, precisamente, con la utilización de un modelo.

2. EL CASO DE LAS CLÁUSULAS MAC

Las cláusulas de material adverse effect¹ o material adverse change (MAC) buscan de manera general, distribuir riesgos contractuales ante la ocurrencia de eventos inesperados, cuyo impacto sobre la transacción es de tal importancia que se considera “material”. Estas cláusulas, que se encuentran usualmente en los contratos de compraventa de acciones elaborados bajo la ley de Nueva York, son un ejemplo particularmente interesante de lo anterior. Como se advirtió en la introducción de este artículo, no es la única disposición característica de un SPA estadounidense que merece un análisis detallado previo a su importación; todas y cada una de las cláusulas de un modelo deben someterse a un análisis exhaustivo para evaluar su compatibilidad con el sistema jurídico local. Sin embargo, en este artículo, decidimos enfocarnos en la cláusula de MAC, no solo por falta de espacio para analizar las demás, sino porque su importación es particularmente interesante; dado que, a diferencia del alto nivel de detalle y la filigrana que caracterizan las cláusulas de los SPA estadounidenses, estas se caracterizan por su redacción vaga y su indefinición contractual. Esta es una estrategia intencional de las partes que, más que establecer normas generales de regulación sobre eventos futuros, prefieren dejar su determinación a las cortes. Así, en Nueva York, es típico que la ocurrencia de un MAC se establezca, no con base en los parámetros limitados que se incluyen en el contrato, sino con el criterio del juez, sobre la base de la casuística y el desarrollo jurisprudencial. Esta aproximación suele ser característica de los sistemas anglosajones, pero no necesariamente de los continentales, en los que la voluntad de las partes es el pilar fundamental de la solución a los imprevistos contractuales.

Como se explicó arriba, las cláusulas de MAC llaman particularmente la atención en los modelos de SPA de Nueva York por no ser definidas de forma detallada. Su redacción es, en general, del siguiente tenor:

Since [date], there has not been any material adverse change in the business, operations, properties, [prospects], assets, conditions of the Company, [and its subsidiaries, taken as a whole,] and no event has occurred

1 Al español, pueden traducirse como cambio adverso significativo y efecto adverso significativo. Dado que ambos conceptos son utilizados como sinónimos en sus contratos de origen, en este artículo se hará referencia a ellos, indistintamente, como “MAC”.

or circumstances exist that [may/would/could] [reasonably] result in such material adverse change.²

Las variaciones en la redacción de esta cláusula se dan, por lo general, en el lenguaje entre corchetes, pues la información allí incluida hace que la cláusula sea más o menos ventajosa para el comprador o para el vendedor. Por ejemplo, el periodo de tiempo de cubrimiento de la cláusula puede extenderse en el corchete inicial lo cual resultaría más favorable para el comprador. También le es más favorable al comprador que se incluya la palabra “[prospects]” o la frase “[may/would/could] result in...” en la cláusula, pues así cubriría, para efectos de determinar si se constituye o no un MAC, efectos futuros que son consecuencia de un evento.

La redacción usualmente se complementa al final con una serie de excepciones o exclusiones (*carve-outs*, en inglés) que las partes acuerdan explícitamente como no constitutivas de un MAC. La lista de excepciones puede llegar a ser numerosa e incluye, entre muchos otros ejemplos, los eventos que están en esta cláusula modelo:

provided, however, that none of the following shall constitute, or shall be considered in determining whether there has occurred, and no event, circumstance, change or effect resulting from or arising out of any of the following shall constitute, a material adverse change: (A) the announcement of the execution of this agreement; (B) changes in the economy or financial markets as a whole or changes in general economic or political conditions that affect the industries in which the company conduct their business; (C) any change in applicable law, rule or regulation or GAAP or interpretation thereof; (D) the failure, in and of itself, of the company to meet any published or internally prepared estimates of revenues, earnings or other financial projections, performance measures or operating statistics, or any seasonal fluctuations of the business of the company in accordance with past practice; (E) any civil or political unrest, terrorist or military attacks or the escalation thereof; (F) the occurrence of hurricanes, earthquakes, floods or any other natural disasters or acts of God; (G) a decline in the price, or a change in the trading volume, of the company common stock; and (H) compliance with the terms of, and taking any action required by, this agreement, or taking or not taking any actions at the request of, or with the consent of, buyer.³

CAP. XI

Así, las partes deciden explícitamente cuáles eventos no son considerados MAC bajo ninguna circunstancia e independientemente de la magnitud real de los efectos de su ocurrencia sobre el contrato. Según este tipo de

2 AMERICAN BAR ASSOCIATION, *Model Stock Purchase Agreement with Commentary*, III Committee on Negotiated Acquisitions, Section of Business Law, American Bar Association, Chicago, 1995, p. 81.

3 Loc. cit.

listas que se incluyen al final de las cláusulas MAC, las partes distribuyen el riesgo frente a determinados eventos que, aunque no necesariamente frecuentes, han ocurrido sinnúmero de veces: desastres naturales, cambios de ley, caídas o crisis en la economía o en los mercados financieros, variaciones estacionales de las operaciones del negocio, etc.⁴ Excluir explícitamente un evento de la cláusula de MAC implica, en el contexto de Nueva York, imponer al comprador el riesgo del efecto de dicho evento sobre la transacción, sin importar su magnitud.

Aunque las listas señalan eventos no considerados como de efecto significativo sobre la transacción, esto no es suficiente para determinar qué eventos sí se consideran MAC. Como se vio anteriormente, la redacción previa a la lista de excepciones suele ser vaga y general. Es cierto que las partes, bajo la ley de Nueva York, son libres de acordar métricas para definir objetivamente qué eventos constituyen MAC; en algunos contratos, dichas métricas se usan y las cláusulas MAC establecen umbrales o criterios objetivos para determinar qué se considera un MAC. Son ejemplos de este tipo de criterios, entre otros, la disminución específica de las ventas o de las utilidades operacionales o *EBITDA* de la compañía dentro de un periodo específico de tiempo; el hecho de que un litigio pendiente se resuelva de manera negativa para la compañía que es objeto de la transacción; el hecho de que una licencia, permiso o patente en trámite sean rechazados; que un empleado clave para la compañía decida renunciar; que un cliente o proveedor clave decida dar por terminada su relación con la compañía, etc.

Si bien existen contratos que contienen este tipo de criterios o eventos, lo cierto es que son excepción y no la regla, ademas en la mayoría de los SPA de Nueva York, se sigue evitando este tipo de medidas objetivas y utilizando definiciones genéricas y vagas de eventos MAC.⁵ Esto no se debe a la negligencia o al descuido de las partes o de sus asesores, pues la indefinición de la cláusula no es casualidad y su uso es estratégico. Su vaguedad se explica, en gran medida, en el propósito y la finalidad de la cláusula misma dentro del contexto general del contrato, como se explicará a continuación.

-
- 4 En su encuesta anual de 2012 de cláusulas MAC, la firma de abogados Nixon Peabody encontró, por ejemplo, que, de los contratos que incluyen cláusulas MAC, las siguientes excepciones son incluidas: cambios en la economía (83%), cambios en la industria específica (83%), cambios en mercados de capitales (51%), cambios de ley (80%), cambios en la interpretación de leyes (56%), guerra y hostilidades significativas (89%), actos de terrorismo (77%), desastres naturales o “acts of God” (56%), cambios en las condiciones políticas (63%). [Versión en línea: <bit.ly/P4ypMW>].
 - 5 De acuerdo con la encuesta realizada por el American Bar Association “2011 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study”, únicamente el 8% de los contratos de la encuesta contienen umbrales objetivos para determinar la ocurrencia de un MAC.

3. FINALIDAD DE LAS CLÁUSULAS MAC

En general, las cláusulas MAC cumplen dos funciones: por un lado, distribuir el riesgo del deterioro de la compañía objeto de venta en caso de un cierre diferido del negocio; y, por el otro lado, calificar las *representations and warranties* que se ofrecen en el contrato.

En cuanto a la calificación de los *representations and warranties*, por ejemplo, una manifestación o una garantía, al ser calificada con un MAC, resulta más favorable para el vendedor, pues no existiría una violación o incumplimiento de aquella si no resulta en un MAC para la compañía en venta. Por el contrario, cuando la violación no alcanza el umbral o las características de un MAC, no se constituye en un incumplimiento del contrato.

Aunque el análisis de este propósito es muy interesante, para efectos de este artículo, nos enfocaremos en el análisis del primer propósito de las cláusulas MAC mencionado, es decir, como mecanismo de distribución de riesgos entre la firma y el cierre⁶ de una compraventa, cuando no se pueden dar de manera simultánea y ocurre un cierre diferido. El diferimiento del cierre es común y se hace necesario por distintas razones como, por ejemplo, la necesidad de contar con autorizaciones gubernamentales o corporativas para finalizar la transacción, cuando el comprador debe obtener financiación para la compra, o cuando se requieren o solicitan confirmaciones de parte de clientes o proveedores de la compañía objeto de la venta sobre la permanencia de sus relaciones contractuales.

El plazo de diferimiento del cierre puede extenderse durante meses, por lo que existe el riesgo de que la compañía en venta sufra variaciones que, a su vez, desencadenen cambios sustanciales en el negocio. Estos riesgos pueden, en ocasiones, estar bajo el control del vendedor, quien puede evitar su ocurrencia, por ejemplo, con la implementación de campañas de ventas o de publicidad, la creación de planes de reducción de costos o gastos, el desarrollo de nuevos productos, etc. En otros casos, sin embargo, los riesgos son imprevisibles e incontrolables, por ejemplo, cuando la situación macroeconómica o social de un país o la ocurrencia de desastres naturales son las que causan cambios significativos en las condiciones de la compañía o del negocio.

Existen distintas formas de distribuir los riesgos de deterioro de la compañía durante el plazo de diferimiento, por ejemplo, la verificación del cumplimiento de los *representations y warranties* al momento efectivo del cierre, las obligaciones del vendedor de mantener el curso ordinario del negocio y las operaciones de la compañía en venta,⁷ los ajustes de precios (*earnouts*), los

6 Por cierre, se entiende el momento en que se lleva a cabo la transferencia efectiva de la titularidad de las acciones o activos y se paga el precio convenido por ellos.

7 En el caso de la verificación de los *representations and warranties* al momento del cierre,

derechos de terminación ante el pago de primas o penalidades (*termination fees*), entre otros, cumplen también esta función. Sin embargo, es común la utilización de la cláusula MAC para cumplir el propósito de distribuir riesgos de deterioro de la compañía objeto de venta durante el término del diferimiento. Por ejemplo, un evento MAC le puede permitir al comprador liberarse, sin responsabilidad, de su obligación de perfeccionar y cerrar la transacción, lo que se conoce en inglés como la creación de un *walk-away right*. Por otro lado, un evento MAC puede otorgarle al comprador el derecho a ser indemnizado por el vendedor por el detimento económico que sufra la compañía objeto de la venta.

El primer caso, en el que se libera al comprador de la obligación de cerrar, generalmente se construye en el contrato SPA a través de una condición de cierre, o del otorgamiento del derecho de terminación anticipada del contrato por este motivo. De acuerdo con encuestas realizadas por el American Bar Association,⁸ esta fórmula es ampliamente utilizada, pues alrededor de 93% de los contratos de compraventa de compañías privadas y el 100% de los contratos de compraventa de compañías públicas en Estados Unidos contienen una condición de cierre atada a un MAC. Así, el comprador no se encuentra obligado a cerrar si un MAC ocurre entre firma y cierre, dándose por fallida la condición establecida para el cierre.

El segundo caso, en el que se le da al comprador el derecho a ser indemnizado, se incluye en la sección especial de indemnizaciones del contrato de SPA, como un derecho a recibir compensación por el incumplimiento de la manifestación y garantía de que el MAC no ocurriría ni estaba ocurriendo antes del cierre del negocio.

Aun cuando la fórmula de indemnización le concede algún nivel de protección al comprador, lo cierto es que, antes de recibir una indemnización, los compradores generalmente prefieren, ante la ocurrencia de un MAC, liberarse de su obligación de cerrar la transacción; puesto que este es potencialmente devastador para la viabilidad futura de una compañía y muy difícil de valorar.

Por esta razón, es natural que un comprador no aspire a valerse de derechos de indemnización futuros para resarcir, por el mayor valor pagado, la compra de una compañía que sufrió un MAC. Una indemnización por este

se conoce como el *bringdown* de los *representations and warranties*. En este caso, el vendedor debe confirmar al momento de cierre que las *representations and warranties* que se ofrecieron al momento de la firma siguen siendo veraces y exactas al momento del cierre. Por otro lado, están las obligaciones en cabeza de los vendedores o de la compañía en venta entre firma y cierre del negocio de venta, por virtud de las cuales se busca que las operaciones de la compañía se mantengan dentro de su curso ordinario y se restrinjan cierto tipo de actos extraordinarios dentro de ese periodo.

8 Ver: AMERICAN BAR ASSOCIATION, (a) "Private target mergers & Acquisitions deal points study, 2011." y (b) "Strategic Buyer/Public target mergers & Acquisitions deal points study, 2012."

motivo generalmente termina resolviéndose a través del mecanismo contractual de resolución de conflictos, que podría ser demorado y, además, estaría supeditado a las condiciones y restricciones de indemnización que se hayan pactado en el contrato (como por ejemplo, los techos o *caps* y demás filtros de indemnización).

En este sentido, doctrinantes estadounidenses consideran que el propósito principal de una cláusula MAC no es otro que el de darle al comprador un espacio para renegociar el precio de una transacción; en caso de que la compañía objeto de la misma haya sido seriamente afectada por un evento MAC.⁹ Es decir, una vez firmado un SPA, y ante la ocurrencia de un MAC, hay compradores que prefieren mantenerse en la adquisición, siempre y cuando, se les permita renegociar el precio de la misma; esto es posible a través de las cláusulas MAC.

Consecuente con lo anterior, estudiosos del tema han encontrado que más del 90% de una muestra representativa de los contratos de SPA estadounidenses contienen cláusulas de MAC. De dicha muestra, aproximadamente el 10% de las transacciones sufrieron el efecto de la ocurrencia de un evento MAC entre la firma y el cierre. Según este mismo estudio, más del 50% de las terminaciones y el 66% de las renegociaciones fueron resultado de la ocurrencia de un evento MAC. Asimismo, en general, en los casos en los que los compradores alegaron la ocurrencia de un MAC, el precio de la transacción se redujo en promedio por un 15%.¹⁰

Entonces, si cumplen una función tan importante, ¿cuál es la razón para que las partes en un SPA de Nueva York estipulen generalmente una definición de MAC que no les permite valorar, de forma objetiva, la ocurrencia de un MAC? Como se explicó arriba, una de las principales razones es reservarle al comprador el derecho a renegociar el precio de una transacción ante la ocurrencia de un evento que afecta significativamente el precio de la compañía que va a adquirir, utilizando argumentos diversos y sin limitarse a métricas objetivas acordadas en el contrato. En este sentido, los umbrales pueden ser peligrosos para los compradores, no solo porque corren el riesgo de dejar de lado un sinnúmero de métricas o tipos de eventos, sino porque la ocurrencia de un evento también puede quedarse corta de alcanzar el umbral, perdiendo por completo la posibilidad de argumentar la ocurrencia del MAC. Es difícil anticipar adecuadamente el impacto real del evento negativo sobre la compañía, por lo que umbrales y criterios objetivos pueden cerrar la puerta a una

9 BAIARDI, Kristen y DAVIDOFF Steven M., "Accredited Home Lenders vs. Lone Star Funds: A MAC Case Study", en *Social Science Electronic Publishing*, Wayne State University Law School Legal Studies, Research Paper Series N.º 08-16, Michigan, Febrero 2008.

10 Ver: DENIS, David J. and MACÍAS, Antonio J. "Material Adverse Change Clauses and Acquisition Dynamics", *Krannert School of Management, Purdue University. Institute for Research in the Behavioral, Economic and Management Sciences*, Indiana, 2014, p. 1242.

indemnización completa en un futuro. Algunos representantes de la doctrina estadounidense llaman, por esta razón, a la cautela al momento de utilizar ejemplos o métricas objetivas para cuantificar un MAC, pues,¹¹ aun cuando su impacto sea considerable para la transacción, su falta de mención o concordancia explícita con los criterios puede cerrar, del todo, la discusión sobre su posible consideración como un MAC.

Por su parte, algunos doctrinantes estadounidenses sostienen que los vendedores también prefieren mantener una definición ambigua del MAC porque, de esta forma, aumentan la certeza del cierre, evitando métricas objetivas que, simplifiquen, a los compradores la salida en caso de presentarse un evento extraordinario.¹²

4. ¿QUÉ HAN DICHO LAS CORTES ESTADOUNIDENSES RESPECTO DE LA CLÁUSULA MAC?

Como se ha señalado arriba, la gran mayoría de negocios de M&A en los Estados Unidos contienen alguna variación de cláusula MAC. No obstante, existe un número sorprendentemente limitado de sentencias judiciales relacionadas con cláusulas MAC. Aún en el periodo entre 2007 y 2010, cuando la crisis financiera mundial resultó en pérdidas astronómicas para compañías que estaban en proceso de venta, el número de sentencias judiciales en los Estados Unidos que trató el tema de cláusulas MAC fue relativamente bajo. Sin embargo, es posible sacar algunas conclusiones de los casos famosos que sí han sido resueltos judicialmente, por ejemplo:¹³ *In re IBP Inc. Shareholders Litigation* (2001)¹⁴; *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.* (2005)¹⁵; *Genesco, Inc. v. The Finish Line, Inc.* (2007)¹⁶; *Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp.* (2008)¹⁷.

11 ADAMS, Kenneth A, "A Legal Usage of 'Material Adverse Change' Provisions", *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. X, Fordham J. Corp. & Fin. L., New York, 2004.

12 KOZLOV, Herbert F. y Jonathan P. MOYER, "Deal Termination Litigation: The 'Material Adverse Change Clause' and Other Escape Clauses in a Tightening Deal Market", *Reed Smith Bulletin 08-002*, Chicago, enero 2008. Ver: También CHERTOK, Adam B., "Rethinking the U.S. Approach to Material Adverse Change Clauses in Merger Agreements", *U. Miami Int'l & Comp. L. Rev.*, v. 19, 2012. Citando a GOTTSCHALK, Daniel, Comment, "Weaseling Out of the Deal: Why Buyers Should be Able to Invoke Material Adverse Change Clauses in the Wake of a Credit Crunch", en *Houston Law Review*, vol. 47, N.º 4, Texas, 2010.

13 Respecto de los resúmenes de los casos a continuación, ver BOONE, Michael M. / CHU, Wilson / KIRKPATRICK, Paul, "The Ins and Outs in Drafting MAE/MAC Clauses, Termination Rights and Other Heavily Litigated Provisions in Acquisition Agreements", en *31st Annual Conference on Securities Regulation and Business Law Problems*, Texas, February 2009.

14 *In re IBP Inc. Shareholders Litigation* 78, A.2d 14 (Del. Ch. 2001).

15 *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.*, Nº 20502 (Del. Ch. April 29, 2005).

16 *Genesco, Inc. v. The Finish Line Inc.*, Nº 07-2137-11(111) (Tenn. Ch. December 27, 2007).

17 *Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp.*, Nº 3841 (Del. Ch. Sept. 29, 2008).

En el caso de *IBP*, el comprador, Tyson Foods Inc., alegó un derecho de terminación del contrato ante el deterioro en el desempeño financiero trimestral de la compañía en venta, por ciertos problemas contables. El resultado de la sentencia fue favorable al vendedor, pues se declaró la inexistencia de un MAC al no demostrarse que el deterioro en el desempeño financiero tuviera efectos durante un periodo significativo. La corte señaló, en este caso, que el impacto del evento ocurrido debe evaluarse según las intenciones o planes del comprador. Estas, a su vez, se suponen razonablemente estratégicas y de largo plazo; por lo que no se consideran seriamente afectadas por los altibajos ocasionales que puede sufrir el desempeño de la compañía. En este caso de 2001, que se mantiene como una de las sentencias trascendentales en la materia, la corte catalogó el MAC como una medida de última instancia (*backstop*) para proteger al comprador de la ocurrencia de hechos desconocidos que puedan amenazar sustancialmente las utilidades de la compañía en venta por un periodo significativo.

El caso de *Frontier* surge de un contrato de fusión entre Frontier Oil Corp. y Holly Corporation, por virtud del cual los accionistas de Holly recibirían una combinación de dinero en efectivo y acciones de Frontier. Con posterioridad a la firma del contrato, Holly se opuso al cierre de la transacción, argumentando la existencia de una demanda que podía tener efectos significativamente adversos a Frontier. Sin embargo, la corte falló en contra de Holly, entre otras razones, porque la compañía no probó que era previsible o probable que el litigio pendiente fuera resuelto en contra de Frontier. La corte estableció así que la sola existencia de una demanda o un litigio no constituye en sí en un evento MAC y que es necesario probar con suficiencia la previsibilidad del resultado desfavorable.

En el caso *Genesco*, The Finish Line, Inc. y Genesco Inc. celebraron un contrato de fusión, en el cual Finish Line quiso terminar argumentando el derecho a hacerlo, ante el deterioro de las utilidades de Genesco. En este caso, la corte admitió que existió un deterioro en las utilidades y que este podría tener un efecto negativo en el desempeño de la misma a largo plazo; sin embargo, la sentencia fue desfavorable a The Finish Line, pues la corte encontró que el detrimiento fue el resultado de las condiciones de la economía en general (incremento en precios de la gasolina, de los alimentos y la crisis de *subprime mortgages* de 2007), cuya ocurrencia había sido establecida explícitamente en el contrato como una excepción al MAC.

Finalmente, el caso de *Hexion*, que junto con *IBP* es de gran trascendencia en la jurisprudencia estadounidense, surge de un contrato de fusión celebrado entre Hexion Specialty Chemicals, Inc. y Hunstman Corp. En un intento de liberarse de su obligación de cierre, ante un bajo desempeño trimestral de Huntsman, Hexion y su controlante, Apollo Global Management, LLC, obtuvieron la opinión experta de un tercero que concluía que la compañía resultante de la fusión sería insolvente. Dicho reporte condujo al fracaso de la financia-

ción que Hexion necesitaba obtener para la compra. En esas circunstancias, Hexion demandó el contrato argumentando que no estaba obligado a cerrar la compra, como resultado de la ocurrencia de un MAC. Conservando la línea establecida en *IBP*, la corte falló en contra de Hexion resaltando que, salvo que las partes acuerden lo contrario, el efecto adverso de un evento debe ser de largo plazo para que se constituya en un MAC. La corte asumió que un comprador adquiere una compañía para obtener beneficios a largo plazo y no a corto plazo, salvo que las partes así lo establezcan en el contrato. Asimismo, la corte aclaró que la carga de probar la ocurrencia de un MAC es de la parte que busca liberarse de su obligación de cerrar, a falta de pacto expreso en contrario.

En general, la jurisprudencia norteamericana relativa al MAC ha sido considerada altamente favorable al vendedor, tendiendo a preservar los términos del acuerdo original (*upholding the benefit of the bargain*) y rehusándose a declarar un MAC sin que exista un caso contundente presentado por el comprador¹⁸. En este sentido, de acuerdo con los resultados de la jurisprudencia, los abogados transaccionales estadounidenses concluyen que es extremadamente difícil para un comprador comprobar la existencia de un MAC¹⁹. En Hexion, por ejemplo, el magistrado ponente anotó que no es coincidencia que no haya un solo caso en el que las cortes de Delaware hayan encontrado la ocurrencia de un MAC en el contexto de un contrato de compraventa²⁰.

En general, las cortes han concluido que la evaluación de la ocurrencia de un MAC es un ejercicio eminentemente fáctico y puntual para cada caso; razón por la cual han evitado establecer normas específicas que regulen de manera general casos concretos. Se ha establecido, sin embargo, un lineamiento general, según el cual un MAC debe amenazar sustancialmente las utilidades potenciales de la compañía en venta, por un periodo significativo, a partir de un evento desconocido al momento de la firma²¹. No existe así, en la jurisprudencia, el desarrollo de parámetros claros que permitan anticipar si un evento efectivamente va a considerarse como un MAC, y el lineamiento anotado es tan amplio y ambiguo como las definiciones de MAC que se incluyen en los contratos.

No obstante, el limitado desarrollo jurisprudencial en materia, las partes insisten mayoritariamente en incluir cláusulas MAC en sus contratos de SPA y de mantener su definición genérica; lo hacen incluso en el contexto estadounidense, en el que los compradores conocen la posición desfavorable a la que

18 In re *IBP*, 78, A.2d 14 (Del. Ch. 2001).

19 WOLF, Daniel / David FEIRSTEIN / Joshua ZACHARIAH, "Custom-made MAEs-Tailoring your risk allocation". En: *Kirkland & Ellis M&A Update*, Kirkland & Ellis LLP, New York, February 2012.

20 Hexion, N.º 3841 (Del. Ch. Sept. 29, 2008).

21 Chertok, *Íd.*

se enfrentaría al tratar de probar su caso ante las cortes. En efecto, dada la posición actual de la jurisprudencia norteamericana, la utilidad de las cláusulas MAC para los intereses de un comprador puede ser debatible.

5. LAS CLÁUSULAS MAC EN EL CONTEXTO DEL SISTEMA JURÍDICO COLOMBIANO

El derecho comercial y civil en Colombia, a diferencia del estadounidense y, en general, del derecho de los sistemas anglosajones, espera de los jueces la ejecución estricta de la voluntad autónoma de las partes, siguiendo el principio de *pacta sunt servanda*²², dentro del marco que le imponen a las partes las normas de orden público. Por esta razón, la vaguedad en la redacción de cláusulas que distribuyen riesgos en los contratos de compraventa de acciones; más que abrir un espacio de reflexión sobre lo que es equitativo para las partes a la luz de las circunstancias y los hechos concretos del caso (como pasa frecuentemente en el contexto estadounidense), pueden abrir la puerta a un análisis que no se fundamenta en las circunstancias del caso, sino en las normas supletorias y de interpretación disponibles en el sistema jurídico local.

En general, hay escasa jurisprudencia de las cortes colombianas en el tema de la ejecución de cláusulas extranjeras en procesos de M&A; pero los tribunales de arbitramento que lo han considerado han determinado que las cláusulas de los contratos de compraventa de acciones de origen foráneo y, en consecuencia, atípicas en el sistema local, son válidas en tanto expresiones de la voluntad de las partes.²³ Así se han pronunciado en repetidas ocasiones respecto al alcance de las manifestaciones y garantías que habitualmente se incluyen en contratos de SPA estadounidenses. El fundamento general para estas decisiones consiste en que las partes colombianas están autorizadas por el sistema jurídico local para pactar en sus contratos el alcance y la forma de distribución de los riesgos derivados del mismo; las normas comerciales y civiles en la materia son de carácter supletorio y, en consecuencia, “solo están llamadas a aplicarse en defecto de manifestación expresa de la voluntad de los interesados”.²⁴

Teniendo esto en cuenta, es claro que la adopción directa en contratos colombianos de las cláusulas MAC características de los SPA estadounidenses, generales e indeterminadas, puede llegar, eventualmente, a no dar los resultados esperados por las partes al momento de su suscripción. Así, el reto principal de los abogados de transacciones transnacionales en Colombia

22 Los pactos son para cumplirlos.

23 Por ejemplo, ver: Laudo de Tribunal de Arbitramento entre Balclin Investments SL, Altra Inversiones SAS y otros contra Jairo Gutiérrez Robayo, Jimena Gross Mejía y otros. Cámara de Comercio de Bogotá, septiembre 4 de 2011.

24 OSPINA FERNÁNDEZ, Guillermo y Eduardo OSPINA ACOSTA, *Teoría general del contrato y del negocio jurídico*, 6.^a ed., Temis, Bogotá, 2000, p. 14.

consiste en redactar de tal manera los eventos excluidos del MAC, así como el contenido positivo de esa misma cláusula, que den suficientes elementos a los jueces o tribunales de arbitramento para respetarlos como mecanismos de distribución de riesgos legítima y libremente acordados por las partes y no como puertas a la aplicación de otras normas que no fueron contempladas por las partes al momento de redactar el contrato.

6. LAS CONDICIONES EN EL DERECHO COLOMBIANO

Al momento de pactar el contenido de la cláusula MAC debe tenerse en cuenta que probablemente contendrá obligaciones sujetas a hechos futuros e inciertos, es decir, a condiciones que, en el derecho colombiano, son suspensivas o resolutorias²⁵.

La condición suspensiva subordina el nacimiento y cumplimiento de la obligación a la ocurrencia del hecho futuro e incierto que, sin embargo, permite al comprador, entre otras acciones, solicitar medidas de conservación de la cosa debida que, en este caso, sería la compañía;²⁶ solicitar garantías como hipotecas y prendas para proteger su inversión. De manera correlativa, el vendedor tiene, en el contexto colombiano, el deber de cuidar la cosa que se debe y la obligación de indemnizar los perjuicios que se causen por la eventual perdida o el deterioro de la cosa. Por su parte, la condición resolutoria subordina la extinción de la obligación a la ocurrencia del hecho futuro incierto.

En este sentido e independientemente de la posibilidad que tienen las partes, de acuerdo con la autonomía de la voluntad, de pactar la distribución de riesgos que se derivan de su acuerdo, al momento de redactar y ejecutar una cláusula de MAC que contiene condiciones como las descritas; el derecho colombiano tiene, a nivel de orden público, una serie de limitaciones que comparte con otros ordenamientos jurídicos de tradición romana, entre otras, la prohibición de pactar condiciones meramente potestativas, la obligación de actuar con buena fe contractual y la prohibición del abuso del derecho.

Respecto de las condiciones meramente potestativas, en ordenamientos jurídicos como el colombiano, cuyos códigos civiles se basan en el Código Napoleónico, se entienden como nulas las obligaciones sujetas bajo una condición sujeta a la sola voluntad del deudor. Para la Corte Suprema de Justicia colombiana, esto conlleva a la inexistencia de la condición suspensiva²⁷.

25 La Ley, la doctrina y la jurisprudencia contienen otra serie de clasificaciones en materia de obligaciones sujetas a condición que escapan la órbita de estudio del presente artículo. Por ejemplo, las condiciones posibles e imposibles, positivas y negativas, lícitas e ilícitas.

26 En Colombia, dicha obligación se encuentra establecida en el artículo 1549 del Código Civil.

27 CUBIDES CAMACHO, Jorge, "Obligaciones". En: *Colección Profesores Pontificia Universidad Javeriana*, 7.^a ed., Grupo Editorial Ibáñez, Colombia, 2012, p. 115.

En cuanto a la buena fe contractual y el abuso del derecho, estas instituciones responden a teorías tendientes a humanizar el ordenamiento jurídico²⁸. La buena fe ha sido entendida, en este contexto, como la forma en la que deben actuar las personas en el ámbito de las relaciones jurídicas, en todas sus etapas: precontractual, contractual y postcontractual²⁹. Este principio implica una solidaridad del comportamiento³⁰ que obliga a las partes a actuar con “(...) honradez, probidad, honorabilidad, transparencia, diligencia, responsabilidad y sin dobleces [...] con la confianza, la legítima creencia, la honestidad, la lealtad, la corrección y, especialmente, en las esferas prenegocial y negocial (...)”³¹. Esta solidaridad y las características del comportamiento que se exige en Colombia entre las partes deben ser tenidas en cuenta al momento de redactar y ejecutar las cláusulas MAC en el ordenamiento local.

Por su parte, la prohibición del abuso del derecho busca atenuar el carácter absoluto de los derechos subjetivos del acreedor, como aquellos que probablemente le otorgaría a las partes la distribución de riesgos de la cláusula MAC. El propósito de este principio es evitar que el ejercicio de derechos legítimos lesione en forma injustificada a los demás³² y constituyan un perjuicio³³. En todo caso, para determinar una responsabilidad por abuso del derecho o la transgresión de la buena fe contractual, el juez o árbitro en Colombia entraría a estudiar la razonabilidad y proporcionalidad de los actos de las partes y de su ejecución.³⁴

7. OTRAS NORMAS COLOMBIANAS PARA EL CASO DE LAS CLÁUSULAS MAC

Cuando las partes no han pactado en Colombia un mecanismo expreso de distribución de riesgos o la redacción de estas cláusulas es tan vaga y

CAP. XI

- 28 Uno de sus principales exponentes fue el célebre tratadista francés Louis Josserand.
- 29 Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sala de Casación Civil, sentencia de 6 de julio de 2007, M.P. Carlos Ignacio Jaramillo Jaramillo.
- 30 En tal sentido, debe destacarse lo señalado por el tratadista italiano Emilio Betti, de gran acogida por los jueces latinoamericanos, en particular los tribunales arbitrales, que señala respecto de la buena fe objetiva lo siguiente: “(...) una actitud de activa cooperación en interés ajeno, en una actitud de fidelidad al vínculo, por el cual una de las partes de la relación obligatoria está pronta a satisfacer la expectativa de la prestación de la contraparte” (BETTI, Emilio, Teoría general de las obligaciones, Revista de Derecho Privado, vol. I, Madrid, 1969, p. 82).
- 31 Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil, Sentencia de 2 de agosto de 2001, M.P. Carlos Ignacio Jaramillo Jaramillo.
- 32 Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sala de Casación Civil, sentencia de 16 de septiembre de 2010. M.P. César Julio Valencia Copete.
- 33 Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sala de Casación Civil, sentencia de 16 de septiembre de 2010. M.P. César Julio Valencia Copete.
- 34 Laudo arbitral de 12 de febrero de 2004, que solucionó las diferencias entre Consorcio Business Ltda. contra BellSouth Colombia S.A.

ambigua que no permite su aplicación directa al caso, los jueces y tribunales colombianos podrían eventualmente aplicar normas que, siendo de carácter supletorio, reemplazan la voluntad de las partes cuando esta falta.

En efecto y siguiendo el artículo 928 del Código de Comercio³⁵, en los contratos mercantiles³⁶, el vendedor se obliga a conservar la cosa vendida hasta el perfeccionamiento de la transacción, en las mismas condiciones en las que estaba al momento de la venta, so pena de indemnizar al comprador los perjuicios causados por dicha pérdida o deterioro. La única forma de no tener esta responsabilidad es que la cosa haya cambiado por efectos de un evento irresistible e imprevisible, es decir, por fuerza mayor o caso fortuito³⁷. Así, en Colombia, salvo pacto en contrario, es el vendedor quien tiene la obligación de indemnizar al comprador los perjuicios sufridos por la pérdida o el deterioro de la cosa antes de su entrega, y a quien le corresponde la carga de probar el tipo de eventos que ocurrieron y causaron su deterioro, pero no puede adjudicársele a él.

De esta forma y siguiendo la función que cumplen las cláusulas MAC en los contratos de SPA en Nueva York, es posible encontrar una similitud significativa entre esta y la obligación que, según el Código de Comercio, tiene el vendedor de conservar la cosa antes de su entrega, so pena de incurrir en la obligación de indemnizar al comprador. Esta obligación establece una fórmula de distribución del mismo riesgo que se pretende regular a través de una cláusula MAC.

No obstante, y como se ha mencionado ya varias veces en este artículo, la simple comparación y la identificación de similitudes no son suficientes para determinar la equivalencia de los conceptos. En este sentido, proponemos algunas anotaciones respecto de la obligación de conservación de la cosa en el ordenamiento colombiano y su paralelo con el concepto del MAC según se emplea comúnmente en un SPA de Nueva York:

- La fórmula de distribución de riesgos en el ordenamiento colombiano únicamente establece una obligación supletoria de indemnización por parte del vendedor, pero no le permite al comprador liberarse de sus obligaciones lo cual es uno de los propósitos principales del MAC cuando se establece en el SPA como una condición precedente al cierre.

35 En Colombia, en general, existe libertad contractual de las partes, restringida únicamente por normas de orden público y las buenas costumbres (ver, entre otros, artículos 16 y 1602 del Código Civil colombiano).

36 Ver: Artículos 928 y 929 del Código de Comercio de Colombia.

37 El ordenamiento jurídico colombiano define los conceptos de fuerza mayor y caso fortuito, indistintamente, de la siguiente manera: "Se llama fuerza mayor o caso fortuito, el imprevisto a que no es posible resistir, como un naufragio, un terremoto, el apresamiento de enemigos, los autos de autoridad ejercidos por un funcionario público, etc." (ver artículo 1, Ley 95 de 1890).

- En Colombia, el vendedor se libera de su obligación de indemnizar si logra probar la ocurrencia de fuerza mayor o caso fortuito. La carga de la prueba la tiene entonces el vendedor; a diferencia del caso de las cláusulas MAC en Nueva York, en las que el comprador es quien debe probar la ocurrencia de un MAC para liberarse de su obligación de cierre.
- En el sistema jurídico colombiano, el vendedor únicamente se libera de la obligación de indemnizar por deterioro de la cosa ante la prueba de fuerza mayor o caso fortuito, que se definen como hechos imprevisibles e irresistibles. En el caso de las cláusulas MAC, aunque, por lo general, las cortes de Nueva York las han catalogado como un mecanismo para distribuir el riesgo sobre hechos “desconocidos”, las partes pueden pactar que la distribución del riesgo sea la misma para hechos que, técnicamente, no son imposibles de resistir (como, por ejemplo, en los casos en que se incluye en la definición de un MAC el hecho de que la compañía en venta no haya satisfecho sus metas o predicciones económicas).

Existen otras instituciones jurídicas en Colombia que se asemejan al concepto y al propósito de un MAC, pues buscan distribuir el riesgo del deterioro de la cosa vendida durante el periodo de la firma del contrato de compraventa y la entrega de la cosa. Un ejemplo de lo anterior es la consagración de la teoría de la imprevisión, que busca revisar los términos de un contrato que se han vuelto excesivamente onerosos para una de las partes por causa de circunstancias imprevisibles al momento de la firma del mismo.³⁸ Sin embargo, esta disposición legal es, hasta ahora, inaplicable a contratos de compraventa, pues estos son catalogados en el derecho colombiano como contratos de ejecución instantánea y la teoría de la imprevisión solo aplica a contratos de ejecución sucesiva, periódica o diferida.³⁹ El hecho de que ocurra lo que hemos llamado anteriormente como “cierre diferido”, en el sentido de perfecionar la transacción luego de la firma del contrato, no altera la definición, en Colombia, del contrato de compraventa de acciones como uno de ejecución instantánea, por oposición a los contratos de ejecución sucesiva cubiertos por el artículo 868 antes mencionado. He aquí un elemento clave en la interpretación de los elementos del contrato de compraventa que, de ser ignorado por los asesores legales que utilizan modelos de contratos estadounidenses, podría afectar significativamente la ejecución del contrato en Colombia.

Por su parte, las instituciones de la buena fe contractual y el enriquecimiento sin causa fueron planteadas, durante la década de 1930, como posibles fundamentos para la revisión de contratos cuyas condiciones cambiaban

38 Artículo 868 del Código de Comercio Colombiano.

39 En este sentido, ver ARRUBLA PAÚCAR, Jaime Alberto, *Contratos Mercantiles*, Biblioteca Jurídica Diké, t. I, 2002, p. 130.

significativamente en el tiempo, con el fin de superar la “imposibilidad manifiesta de los jueces, dentro del régimen del Derecho Civil colombiano, para corregir o modificar la ejecución de los contratos”.⁴⁰ Sin embargo, esta tesis fue rechazada por las cortes colombianas y por la mayoría de los doctrinantes, quienes sostenían que la existencia tácita de una cláusula *rebus sic stantibus* era suficiente, pues según esta las partes acuerdan mantener el contrato si las circunstancias no cambian.⁴¹ La recurrencia a estos conceptos, sin embargo, puede evitarse con una adecuada redacción y adaptación de las cláusulas de MAC al contexto local.

8. CONCLUSIONES

Al redactar de forma genérica las cláusulas de MAC en los contratos de SPA de Nueva York, las partes se someten a la interpretación y aplicación que de las mismas hagan las cortes estadounidenses, para cada caso específico. Es decir, el concepto del MAC en un SPA de Nueva York, en su definición típica, no es autosuficiente; sino que requiere de la validación externa del juez del contrato. En este sentido, importar un modelo de SPA que utilice una definición genérica de MAC a otra jurisdicción puede resultar inadecuado si el concepto del MAC le es ajeno al juez de la jurisdicción local.

Por consiguiente, el abogado responsable de adecuar el modelo extranjero de SPA a su jurisdicción local, debe asegurarse de no adoptar un concepto que sea extraño o incluso rechazado por el sistema jurídico local, preguntándose, por ejemplo, si existe una norma de orden público, o una política pública local contraria a la fórmula de distribución de riesgos del MAC; si existe norma específica o desarrollo jurisprudencial local que establezcan lineamientos para valorar si un evento es significativo (material) para una compañía o no, etc. En caso que la jurisdicción local no tenga un desarrollo jurisprudencial adecuado, incorporar una definición genérica de MAC trae consigo el riesgo de la incertidumbre en su aplicación por parte de un juez local, quien puede no tener suficientes herramientas en los antecedentes judiciales para instruir su labor interpretativa. En estos casos, si el abogado se enfrenta a un negocio de M&A en donde se prevé un periodo extenso entre la firma del contrato y el cierre de la transacción, se recomendaría ahondar en detalles en el clausulado del contrato para establecer un referente objetivo que le ofrezca un derrotero al juez del contrato, para dar así claridad sobre la ocurrencia o no de un evento MAC.

40 Ver: JIMÉNEZ GIL, William, “La teoría de la imprevisión, ¿Regla o principio general de Derecho?” en *Misión Jurídica, Revista de Derecho y Ciencias Sociales*, Universidad Colegio Mayor de Cundinamarca, Bogotá, 2009. [Versión en línea <bit.ly/1gCeijU>].

41 CARO NIETO, Juan. “La imprevisión: Una teoría que se plantea pero no se aplica.”. En: *Estudios de derecho privado: liber amicorum en homenaje a César Gómez Estrada*, Universidad del Rosario, Bogotá, t. II, 2009.

En general, es posible concluir que el uso de modelos de contratos extranjeros en otras jurisdicciones es una tendencia actual en la industria de prestación de servicios de M&A y que esta conlleva tanto ventajas como riesgos. El riesgo principal es el de importar, con el modelo de contrato, conceptos jurídicos que pueden ser desconocidos en la jurisdicción local y que, al momento de ser ejecutados, pierden su naturaleza original o son interpretados de forma distinta a la que se tenía prevista al momento de su inclusión y suscripción en el contrato. El concepto del MAC es un buen ejemplo para ilustrar este riesgo.

Las ventajas de la globalización de modelos útiles y efectivos, sin embargo, siguen siendo, en nuestra opinión, suficientes para asumir el riesgo de ajustar adecuadamente sus elementos a la realidad del sistema jurídico local, así como lograr mantener, a pesar del traspaso de fronteras y de jurisdicciones, la finalidad original de la cláusula importada.

9. BIBLIOGRAFÍA

- ADAMS, Kenneth A, “A Legal Usage of ‘Material Adverse Change’ Provisions”, En: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, vol. X, Fordham J. Corp. & Fin. L., New York, 2004.
- AMERICAN BAR ASSOCIATION, *Model Stock Purchase Agreement with Commentary*, III Committee on Negotiated Acquisitions, Section of Business Law, American Bar Association, Chicago, 1995.
- ARRUBLA PAÚCAR, Jaime Alberto, *Contratos Mercantiles*, 9.^a Biblioteca Jurídica Diké, Bogotá, t. I, 2002.
- BAIARDI, Kristen and DAVIDOFF Steven M., “Accredited Home Lenders vs. Lone Star Funds: A MAC Case Study”, en *Social Science Electronic Publishing*, Wayne State University Law School Legal Studies, Research Paper Series N.^o 08-16, Michigan, February 2008.
- BETTI, Emilio, *Teoría general de las obligaciones*. En: *Revista de Derecho Privado*, vol. I, Madrid, 1969.
- BOONE, Michael M. / CHU, Wilson / KIRKPATRICK, Paul, “The Ins and Outs in Drafting MAE/MAC Clauses, Termination Rights and Other Heavily Litigated Provisions in Acquisition Agreements”, en *31st Annual Conference on Securities Regulation and Business Law Problems*, Texas, February 2009
- CARO NIETO, Juan. “La imprevisión: una teoría que se plantea pero no se aplica,” en *Estudios de derecho privado: Liber amicorum en homenaje a César Gómez Estrada*, Universidad del Rosario, Bogotá, t. II, 2009.

- CHERTOK, Adam B. "Rethinking the U.S. Approach to Material Adverse Change Clauses in Merger Agreements", *U. Miami Int'l & Comp. L. Rev.*, v. 19, 2012.
- CUBIDES CAMACHO, Jorge, "Obligaciones". En: *Colección Profesores Pontificia Universidad Javeriana*, 7.ª ed. Grupo Editorial Ibáñez, Bogotá, 2012.
- DENIS, David J. and MACÍAS, Antonio J., "Material Adverse Change Clauses and Acquisition Dynamics", *Krannert School of Management, Purdue University. Institute for Research in the Behavioral, Economic and Management Sciences*, Indiana, 2014.
- GOTTSCHALK, Daniel, Comment, "Weaseling Out of the Deal: Why Buyers Should be Able to Invoke Material Adverse Change Clauses in the Wake of a Credit Crunch", en *Houston Law Review*, vol. 47, N.º 4, Texas, 2010.
- JIMÉNEZ GIL, William, "La teoría de la imprevisión: ¿Regla o principio general de Derecho?", en *Misión Jurídica, Revista de Derecho y Ciencias Sociales*, Universidad Colegio Mayor de Cundinamarca, Bogotá, 2009.
- KIRKPATRICK, Paul, "The Ins and Outs in Drafting MAE/MAC Clauses, Termination Rights and Other Heavily Litigated Provisions in Acquisition Agreements", en *31st Annual Conference on Securities Regulation and Business Law Problems*, Texas, February 2009.
- KOZLOV, Herbert F. and Jonathan P. MOYER, "Deal Termination Litigation: The 'Material Adverse Change Clause' and Other Escape Clauses in a Tightening Deal Market". En: *Reed Smith. Bulletin 08-002*, Chicago, January 2008.
- OSPINA FERNÁNDEZ, Guillermo y Eduardo OSPINA ACOSTA, *Teoría general del contrato y del negocio jurídico*, 6.ª ed., Temis, Bogotá, 2000.
- WOLF, Daniel / David FEIRSTEIN / Joshua ZACHARIAH, "Custom-made MAEs-Tailoring your risk allocation". En: *Kirkland & Ellis M&A Update*, Kirkland & Ellis LLP, New York, February 2012.

EL ROL LEGAL DE LAS REPRESENTACIONES Y GARANTÍAS EN LAS JURISDICCIONES DE DERECHO CIVIL

Felipe Cuberos De las Casas

Socio de Prietocarrizosa
(Bogotá, Colombia)*

Cristina Moure Vieco

Asociada Prietocarrizosa
(Bogotá, Colombia)

Sumario:

1. Introducción. 1.1. Modelos contractuales para adquisiciones en América Latina. 1.2. Vicisitudes de los modelos de contratos utilizados frente a la legislación local. 2. Estructura de los contratos de adquisición de sociedades. 2.1. Principales secciones del contrato. 2.2. Las representaciones y garantías dentro de un contrato para la adquisición de una sociedad. 2.3. Matices a las representaciones y garantías. 3. Instituciones de derecho civil frente a las representaciones y garantías. 3.1. Sanneamiento por evicción. 3.2. La causa. 3.3. Términos no incluidos en el contrato. 3.4. El error. 3.5. Vicios ocultos. 4. Consideraciones finales. 4.1. Ajustes aplicables a los modelos de contratos utilizados. 4.2. Importancia de los elementos e instituciones del derecho de contratos en los sistemas de derecho civil y su inclusión dentro del contrato. 5. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Modelos contractuales para adquisiciones en América Latina

En los últimos años, América Latina ha sido testigo del aumento de la presencia, por diferentes vías, de inversionistas internacionales. Dicho aumento ha implicado un incremento en la ejecución de operaciones de adquisición de sociedades y, desde luego, las sociedades colombianas no han sido ajenas a esta tendencia.

* www.prietocarrizosa.com

Quienes hemos participado como asesores legales para estos procesos de adquisición conocemos que, desde el punto de vista contractual, se trata de operaciones de compraventa, no obstante lo cual su estructuración se lleva a cabo en forma diferente a la de un contrato de compraventa tradicional sobre cualquier otro bien. Entonces lo primero que cabe plantearse es el porqué de esa diferencia, para lo cual preliminarmente proponemos dos respuestas diferentes pero complementarias:

- En primer término, y advirtiendo que esta afirmación no pretende ser una crítica ni mucho menos reflejar un discurso antiimperialista, resulta indudable que nuestros países, en su proceso de transformarse en economías relevantes, han venido siendo objeto de una especie de “colonialismo” jurídico y económico, donde la forma de hacer negocios, su estructuración y su concepción contractual, han quedado permeadas por la influencia del mundo anglosajón, precisamente por estar allí la mayor fuente de recursos de inversión que recibimos y por haberse recorrido ya en esas latitudes un buen trecho en materia de fusiones y adquisiciones. De hecho, también en el panorama europeo, de donde proviene nuestra tradición legal, hay claros reflejos de esta tendencia que han ido más allá de la simple práctica negocial, y que han quedado plasmados en algunas piezas regulatorias a nivel comunitario.¹
- En segundo lugar, en la medida en que las operaciones de adquisición se conciben como operaciones complejas en las que se compra la entidad correspondiente, basándose en su operación, su negocio y su trayectoria, estas se llevan a cabo bajo contratos plurifuncionales, donde no solamente se pretende regular la operación de compraventa como tal, sino también ciertos aspectos propios del funcionamiento mismo de la compañía objetivo hasta la fecha de perfeccionamiento de la operación y, en ciertos casos, incluso después de que ello ocurra.

Lo anterior ha hecho que se trate de contratos de adquisición con objeto múltiple (con un objeto principal –la adquisición misma– y otros objetos secundarios subordinados a este) cuyas principales aristas han sido ya abordadas de algún modo en los países del *Common Law*, tanto por asesores legales como por tribunales y cortes que, gracias a la experiencia práctica, han podido esquematizar la estructura de dichos contratos, fijando reglas y principios relevantes para estas operaciones.

1 Así por ejemplo, en la Directiva 2005/56/EC de octubre 26 de 2005 sobre fusiones transnacionales de compañías de responsabilidad limitada o en la Directiva 2004/25/EC de abril 21 de 2004 sobre tomas de control, para citar tan solo dos ejemplos, hay elementos tomados de la práctica anglosajona a partir de los cuales se han desarrollado algunos ordenamientos nacionales, y se han difundido ciertas prácticas en materia de fusiones y adquisiciones que han resultado ajenas a la práctica contractual tradicional en los países de derecho continental.

1.2. Vicisitudes de los modelos de contratos utilizados frente a la legislación local

Teniendo en cuenta lo anterior, no es extraño ver en nuestros países que, en estos contratos, se incluyan cláusulas indicando que se sujetarán a la ley de Nueva York o a la de otros lugares donde exista más experiencia en este tipo de operaciones. Esto, inicialmente obliga a las partes a sujetar su negocio a estándares internacionales. Sin embargo, ocurre también cuando estamos en presencia de un mercado vendedor, como nos viene ocurriendo en los últimos años en América Latina, que el contrato en cuestión se sujeta a las normas locales, o que al menos, a estas se les dé alguna relevancia dentro de la transacción en otros aspectos (como los acuerdos de accionistas, otros contratos aledaños o, incluso, en ciertos aspectos del contrato de compraventa como son los entregables y condiciones para el cierre), ante lo cual es evidente la necesidad de armonizar, por un lado, el creciente interés del mercado en ajustar las transacciones a estándares internacionales; y por otro, el poder de los empresarios locales para sujetar la operación y acoplar esos estándares, en todo o en parte, a la normatividad local.

De ahí que, resulta adecuado que, a nivel local, se evalúen las vicisitudes que se pueden presentar cuando los contratos de compraventa utilizados para adquisiciones empresariales estén concebidos según los parámetros de los modelos importados de otras jurisdicciones. En este orden de ideas, vale la pena considerar, por ejemplo, el efecto y alcance, bajo la óptica de la jurisprudencia y de las normas locales, de la sección de representaciones y garantías usualmente presente en los contratos de adquisición, y particularmente cuál es la consecuencia real de un incumplimiento de dichas representaciones y garantías.

En consideración al uso de modelos trasplantados de los Estados Unidos, resulta útil y lógico pensar que los contratos así concebidos incluyen aspectos que no encuadran del todo en nuestra normatividad y que, por ello, tratándose de asuntos que indiscutiblemente son relevantes, deben plasmarse en los contratos de adquisición, en tanto que abogados y empresarios debemos propender por darles un significado específico que permita su adecuado manejo.

CAP. XII

2. ESTRUCTURA DE LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN DE SOCIEDADES

2.1. Principales secciones del contrato

Aunque las estructuras comúnmente utilizadas para los contratos de adquisición de compañías son ya un tema altamente recorrido por los especialistas en la materia, no está de más a nuestro juicio detenerse a reflexionar un

poco sobre los aspectos más relevantes de tales estructuras. Las secciones específicas que se incluyen en estos contratos podrán variar de transacción en transacción; sin embargo, por lo general, todos los modelos incluyen al menos las ya famosas representaciones (o declaraciones, usando una terminología más afín con nuestro sistema) y garantías (*representations and warranties*) de cada una de las partes, y las secciones de compromisos (*covenants*), dentro de los cuales hay obligaciones de hacer (*positive covenants*) y obligaciones de no hacer (*negative covenants*) donde para las primeras usualmente existe la acción ejecutiva que obliga a cumplir el compromiso, en tanto que para las segundas únicamente suele haber una acción indemnizatoria para compensar los incumplimientos. Posteriormente, es ya consuetudinaria la inclusión de una sección de condiciones para el cierre que, en términos generales, no son más que condiciones suspensivas de la obligación de cada parte de perfeccionar la transacción objeto del contrato, y de la mano de todo ello, se presentan regulaciones sobre indemnizaciones y “misceláneos”,² refiriéndose estas últimas a todos los aspectos generales del contrato, tales como notificaciones, cesión, ley aplicable y mecanismos de resolución de controversias.

La preocupación de las partes para la redacción y negociación del contrato se centran en las secciones correspondientes a las condiciones para el cierre y en la sección de indemnidades, que se encuentra irremediablemente atada a las declaraciones y garantías. Las primeras, porque determinan las condiciones que deben cumplirse para que cada una de las partes esté obligada a continuar la operación luego, en estricto sentido, otorgan una “puerta de salida” que no depende del capricho de las partes sino de que se cumplan o no ciertas condiciones³. Las segundas, son las que determinan la posibilidad de que haya responsabilidades sobre algún evento específico para una u otra parte con las consiguientes indemnizaciones de perjuicios.

Un aspecto fundamental que se debe tener en cuenta es que la noción de contrato de compraventa es diferente bajo un sistema de *Common Law* que bajo un sistema de derecho civil. Los contratos de compraventa tradicionales, bajo un sistema puro de derecho civil, se conciben como vínculos jurídicos que, en efecto, generan la obligación de perfeccionar la transferencia. En el sistema de *Common Law*, por el contrario, la idea del contrato está ligada más bien al intercambio de promesas⁴, dado que el perfeccionamiento de la transacción se encuentra condicionado al acaecimiento de ciertas condiciones,

2 STANLEY FOSTER, Reed and REED LAJOUX, Alexandra, *The Art of M&A A Merger / Acquisition Buyout Guide*, 3rd ed., McGraw Hill, New York, 1998, p. 454.

3 STANLEY FOSTER / REED LAJOUX, *The Art of M&A A Merger / Acquisition Buyout Guide*, cit., p. 455.

4 BARROS BOURIE, Enrique y ROJAS COVARRUBIAS, Nicolás, “Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales”, en *Estudios de Derecho Civil V*, Santiago, 2010. [Versión descargable <bit.ly/ObctPd>]. GÓMEZ POMAR, Fernando, “El incumplimiento contractual en derecho español”, en *Indret. Revista para el análisis del derecho*, Barcelona, julio 2007, p. 8.

como ocurriría bajo una promesa típica de derecho civil y donde además, la promesa de una parte justifica la promesa de la otra; en ausencia de lo cual, la validez del contrato podría quedar en entredicho dado lo estricto del principio de conmutatividad (*consideration*) del sistema del *Common Law* por virtud del cual solo puede contraerse válidamente una obligación contractual, en la medida en que la otra parte otorgue algo a cambio. En el caso particular de las ventas de compañías, las compraventas bajo estándares americanos suponen una amalgama de conceptos, donde la obligación de perfeccionar la transacción queda sujeta a una serie de condiciones previas, pretendiendo considerar en todo caso el contrato como una compraventa y no como simple promesa, ante lo cual los abogados de nuestras jurisdicciones debemos ser especialmente cuidadosos en regular con precisión el alcance que finalmente se le quiera dar a las obligaciones del contrato y, en especial, al no cumplimiento de las condiciones para el cierre, ya que las mismas bien pueden ser tratadas en nuestro sistema simplemente como condiciones fallidas (tratamiento típico de promesa) o, eventualmente y bajo ciertas circunstancias, como incumplimientos de lo que alguna de las partes debía realizar para poder concluir la operación (tratamiento típico de una compraventa).

2.2. Las representaciones y garantías dentro de un contrato para la adquisición de una sociedad

Las representaciones y garantías incluyen declaraciones sobre el estado y condiciones en que se encuentra la sociedad cuyas partes de capital serán transferidas, y también sobre la capacidad del vendedor para completar la venta.⁵ Una vez completado el cierre de la operación, las representaciones y garantías serán la base para la reclamación de indemnidades por las partes⁶; dado que usualmente se considera que hay incumplimiento del contrato en la medida en que las declaraciones efectuadas no sean ciertas, o resulten incompletas o imprecisas. Por esta razón, las declaraciones y garantías son un mecanismo de asignación de riesgos para vendedor o comprador, dependiendo de la manera cómo estén formuladas, de su alcance y del efecto que se les dé, ya que bien puede establecerse que el vendedor no se hace responsable sobre las fallas de la compañía que hayan sido declaradas, luego todo lo que no declare lo hace responsable (lo que resulta compatible con el principio de la buena fe propio de los sistemas de derecho civil); o bien puede indicarse que ciertas declaraciones se formulan para establecer que solo sobre ello responde el vendedor.

5 STANLEY FOSTER / REED LAJOUX, *The Art of M&A A Merger / Acquisition Buyout Guide*, cit., p. 458.

6 STANLEY FOSTER / REED LAJOUX, *The Art of M&A A Merger / Acquisition Buyout Guide*, cit., p. 460.

En algunas jurisdicciones de derecho civil, se han hecho esfuerzos por caracterizar bajo las normas de dichos sistemas las representaciones y garantías. Así por ejemplo, Gómez Pomar indica: "... se las podría caracterizar, de modo general, como proposiciones relativas a hechos pasados o presentes, a creencias sobre hechos pasados, presentes o futuros, o predicciones de eventos futuros, y que un contratante (típicamente, el vendedor) hace y dirige a la otra parte, con la intención de que tenga efecto jurídico, en principio favorable a esta segunda..."⁷.

Igualmente al transponer las declaraciones y garantías a las jurisdicciones de derecho civil, se ha entendido que las declaraciones corresponden a la afirmación de hechos que han motivado la decisión de las partes de contratar; mientras que las garantías corresponden a promesas sobre situaciones futuras que una parte hace a la otra⁸. Gómez indica que es posible agruparlas en cuatro grupos: (i) las promesas de conducta futura o garantía de ciertos hechos, resultados o contingencias futuras; (ii) la declaraciones sobre la existencia o subsistencia de ciertos hechos; (iii) las declaraciones que son afirmaciones sobre ciertos eventos o estados en el futuro; y (iv) las declaraciones sobre el valor y trascendencia de las propias declaraciones o sobre algunas de ellas⁹.

2.3. Matices a las representaciones y garantías

En la práctica, se han desarrollado diferentes mecanismos que permiten al vendedor excluir o mitigar los efectos asociados a las representaciones y garantías. Por ejemplo, el vendedor puede negarse a otorgar representaciones y garantías sobre temas específicos y pedir que su redacción sea general. Puede solicitar que estas versen únicamente sobre temas que sean de importancia para el negocio, y fijar su interpretación y aplicación por medio de la inclusión de calificadores, a menudo incluyendo la expresión "material", o referirse a que generen un "efecto material adverso" o circunscribir lo que declara a aquello que sea del conocimiento de ciertas personas dentro de su organización o a lo que afecte el "curso ordinario de los negocios"¹⁰. El alcance de la expresión "curso ordinario de los negocios" dependerá de la práctica general en la industria a la cual pertenezca el negocio objeto de la adquisición lo cual, sin embargo, no siempre es fácil de establecer, sobre todo en industrias que suelen estar diversificadas en varias líneas de negocio. Este concepto debería en todo caso definirse en el contrato, de manera que excluya actividades en las que el vendedor no se involucre de manera regular u otras que, a pesar de

7 GÓMEZ POMAR, *El incumplimiento contractual en derecho español*, cit., p. 33.

8 BARROS / ROJAS, *Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales*, cit., p. 4.

9 GÓMEZ POMAR, *El incumplimiento contractual en derecho español*, cit., p. 33.

10 STANLEY FOSTER / REED LAJOUX, *The Art of M&A A Merger / Acquisition Buyout Guide*, cit., p. 464.

ser actividades que se dan con alguna regularidad, por su precio, tamaño o naturaleza, puedan razonablemente entenderse como extraordinarias.¹¹

Las restricciones o mitigaciones que hemos visto para las declaraciones y garantías, pueden percibirse con cierto recelo en las jurisdicciones de derecho civil; ya que bajo esta tradición, las normas de interpretación contractual incluyen ciertos principios de conducta que, al igual que el texto escrito entre las partes, rigen las relaciones entre ellas, como por ejemplo, la obligación de las partes de ejecutar el contrato de buena fe. En el caso de Colombia, la obligación de buena fe cobija tanto la etapa precontractual como la etapa de ejecución del contrato, de manera que, por ejemplo, se ha especificado que los contratos no pueden ser un medio para que una de las partes saque provecho de la falta de información de la otra parte. En desarrollo de este principio, las partes tienen deberes recíprocos durante las negociaciones previas a la firma del contrato¹², además de lo cual existe el principio en razón del cual los contratos no solo obligan a lo que en ellos se expresa, sino a todo lo que naturalmente emane de las obligaciones pactadas¹³.

En Chile, se aplica el mismo principio y esto ha llevado a algunos tratadistas a considerar que, por ello, el ejercicio de otorgar declaraciones y garantías en nuestras jurisdicciones puede resultar mucho más exigente que en otras, en la medida en que el principio de la buena fe bien puede hacer extensivas las obligaciones de indemnización a todo lo no declarado, con o sin intención, a efectos de la celebración del contrato.¹⁴

En línea con lo anterior, es necesario recordar también que en las jurisdicciones de derecho civil, otro de los principios que acompaña a las partes en la negociación y celebración del contrato es el deber de información. Tal como lo afirma ALCALDE, dado que el vendedor tiene conocimiento de la cosa o actividad objeto de la venta, está en la obligación de informar al comprador de todo aquello que sea necesario para fundamentar su decisión. El comprador, a su vez, tiene la expectativa legítima de que será informado de tales temas esenciales, sin perjuicio que por circunstancias especiales, se pueda esperar un cierto grado de conocimiento de parte suya bajo la denominada “carga de sagacidad” propia de la contratación entre personas capaces y, particularmente, entre hombres de negocios. Asimismo, en la medida en que lo informado por el vendedor se traduzca en representaciones y garantías sobre su propio negocio, el grado de diligencia de quien las formula es superior al cuidado ordinario, transformándose en una

11 STANLEY FOSTER / REED LAJOUX, *The Art of M&A A Merger / Acquisition Buyout Guide*, cit., p. 464.

12 Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sala de Casación Civil sentencias de diciembre de 1969 y de abril, 4 de 2001.

13 Artículo 1603 del Código Civil Colombiano.

14 ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique, “La cláusula de ‘declaraciones y garantías’ en la venta de una empresa: Naturaleza jurídica y efectos”, en *Revista Actualidad jurídica*, N.º 17, Santiago de Chile, enero 2008, p. 250.

obligación. Ante esta situación, tal como lo han advertido algunos tratadistas, independientemente de si hay o no culpa o dolo en la omisión o imprecisión de la información suministrada, resulta altamente probable que el declarante sea responsabilizado por todos los perjuicios que se causen por la falta de veracidad de la declaración formulada independientemente de lo que se pacte.¹⁵ Podría decirse que, en todo caso, los deberes de información del vendedor, así como las obligaciones de verdad que asuma por la vía de las declaraciones y garantías que otorgue, están fundamentadas en el conocimiento que debería tener sobre los temas que están bajo su control, y no necesariamente en el conocimiento que realmente tenga, a menos que claramente se exprese lo contrario.

Al momento de negociar los calificadores de conocimiento del vendedor, la discusión no debería centrarse en el real conocimiento que las partes tengan sobre el negocio por comprar ni deben ser entendidas como una forma de medir la honestidad del vendedor, teniendo en cuenta que es posible que el vendedor argumente que el comprador ha realizado una auditoría y que probablemente tenga un mejor conocimiento de la sociedad que el vendedor. Teniendo en cuenta que es posible que el vendedor argumente que el comprador ha realizado una auditoría y que probablemente tenga un mejor conocimiento de la sociedad del vendido, la discusión real debe versar sobre cuál de las partes debe asumir el riesgo de los defectos desconocidos.¹⁶ El trasfondo relevante es que las representaciones y garantías sirven para plasmar en el contrato las características de lo que el comprador está adquiriendo que, más que ser las acciones de una compañía, es el negocio subyacente.

3. INSTITUCIONES DE DERECHO CIVIL FRENTE A LAS REPRESENTACIONES Y GARANTÍAS

Pasando ahora al análisis del impacto de la normatividad local, es necesario tener en cuenta que la sujeción de estas transacciones a las normas locales debe analizarse cuidadosamente para evitar efectos no deseados por la aplicación de principios de derecho civil a estructuras propias del *Common Law*.

Tal como se mencionó anteriormente, dado que se trata de operaciones que pretenden ser tratadas como compraventas, será necesario entonces considerar la regulación general de los contratos de derecho civil y, en particular, las disposiciones y principios propios del contrato de compraventa.

3.1. Saneamiento por evicción

La falta de veracidad de algunas representaciones y garantías puede derivar, en casos extremos, en que el comprador pierda el derecho de propiedad

15 ALCALDE RODRÍGUEZ, La cláusula de 'declaraciones y garantías' en la venta de una empresa: naturaleza jurídica y efectos, cit., pp. 251-252.

16 STANLEY FOSTER / REED LAJOUX, *The Art of M&A A Merger / Acquisition Buyout Guide*, cit., p. 466.

sobre las partes de capital adquiridas. En esa medida, vale la pena preguntarse si el comprador podría solicitar el saneamiento de la venta por evicción.

Bajo el Código de Comercio colombiano “cuando sin culpa de su parte y por causa anterior a la venta sea el comprador evicto totalmente de la cosa, tendrá derecho a la restitución del precio pagado y a la plena indemnización de perjuicios. Si la evicción fuere parcial y de tanta importancia que pueda deducirse que en tales condiciones no habría comprado, podrá a su arbitrio el comprador ejercer la acción que le concede el inciso anterior o preservar el contrato mediante la rebaja de la parte proporcional del precio o de indemnización de los perjuicios que la evicción parcial hubiere causado”.¹⁷

Pese a ello, hay que tener en cuenta que la ley admite que la obligación de sanear, en caso de evicción, sea modificada por las partes de común acuerdo. De esta forma, al incluirse dentro de la sección de indemnidades ciertas consecuencias que, de manera general, aplican en caso de que cualquiera de las representaciones y garantías resulten falsas o no se ajusten a la realidad, incluidas las que versan sobre las facultades del vendedor de hacer la venta o la condición jurídica de aquello que se vende, las partes pueden estar modificando la obligación legal de saneamiento por evicción. En cualquier caso, dado que la obligación de saneamiento es uno de los elementos de la naturaleza del contrato de compraventa (es decir, de aquellos que se entienden incluidos en el contrato según los términos de ley, a menos, que expresamente se pacte lo contrario), lo ideal sería excluir de algún modo su aplicación por disposición expresa de las partes lo cual, no obstante, puede hacerse en forma general como es frecuente, señalando que las indemnizaciones contempladas en el contrato constituyen la total y única reparación posible para el comprador y excluyen cualquier otra solución (*remedy*) que pueda estar prevista en las leyes aplicables.

3.2. La causa

Por otro lado, en las jurisdicciones de derecho civil, herederas de la tradición francesa, la teoría de la causa ha sido ampliamente debatida. Por virtud de la noción clásica de la causa, cuya aplicación ha ido excluyéndose en las elaboraciones interpretativas más modernas, la causa es esencial al negocio jurídico y, en consecuencia, si alguna de las partes acudió a la celebración del contrato motivada por una causa inexistente, la validez del contrato (o incluso su existencia, según las interpretaciones más radicales) resulta cuestionable. A lo largo del desarrollo doctrinario de la causa, en algunas legislaciones, se ha prescindido de su inclusión y se ha mantenido, con diferentes matices, abordándola en algunas ocasiones como elemento de validez del acto jurídico y en otras como un mecanismo de calificación de las obligaciones y/o de los actos jurídicos, para distinguir aquellos que producen efectos, de aquellos que

17 Código de Comercio colombiano artículo 940.

no, o aquellos que son válidos de aquellos que no lo son. Del mismo modo, por vía de desarrollo jurisprudencial, las cortes de diferentes jurisdicciones han establecido diversas interpretaciones sobre el alcance y necesidad de este concepto, y su diferenciación frente al objeto del contrato y el consentimiento de las partes.

Los debates sobre la definición del concepto de causa, se centran en determinar si la causa debe limitarse a la razón más próxima que tuvo el contratante para contratar o si, por el contrario, deben tenerse en cuenta las razones remotas, orientadas hacia todos los móviles determinantes para que ocurriera la celebración del contrato (causa impulsiva).¹⁸

La noción de causa está separada del objeto y del consentimiento constituyendo así un elemento especial y distinto para la configuración de los contratos y comprende el móvil que determina la voluntad¹⁹ durante todo el desarrollo del contrato, es decir, la causa es un elemento dinámico que hace parte de la voluntad contractual, que no culmina con la celebración del acto sino que acompaña toda su ejecución,²⁰ e integra los móviles personales y subjetivos que mueven la voluntad del contratante para contratar. De manera que si dichas razones no existieran, el contratante no hubiera celebrado el contrato.²¹

Aun cuando la definición del concepto de causa no ha sido pacífica, los desarrollos sobre este elemento han demostrado ser de utilidad a efectos de proteger a los contratantes y a la sociedad en general, en la medida en que dicho elemento sirve para revisar la licitud del contrato²², sin limitarse únicamente a las prestaciones concretas²³.

En Argentina, según explica Brebbia, los debates sobre la causa permearon las normas de derecho positivo así como las decisiones de las cortes de ese país. A nivel legal, la causa no está incluida como un requisito esencial de

- 18 TAMAYO LOMBANA, Alberto, *Manual de obligaciones teoría del acto jurídico y otras fuentes*, 5^a ed., Temis, Bogotá, 1997, p. 208.
- 19 En Colombia la Corte Suprema de Justicia ha establecido la importancia que tiene en el derecho privado distinguir entre voluntad, intención y móviles; ya que si bien a veces la intención se incorpora a la voluntad, resulta difícil de probar. Por otro lado, a veces se evidencian en forma clara e independiente los móviles, de manera que deben entenderse en forma independiente de la voluntad y de la intención. Corte Suprema de Justicia, Sala de Casación Civil sentencia de octubre 7 de 1938.
- 20 BREBBIA, Roberto, “La causa como elemento del negocio jurídico en el derecho argentino y comparado”, en *La Ley*, 1994-E, p. 884, punto 8.
- 21 TAMAYO LOMBANA, *Manual de obligaciones teoría del acto jurídico y otras fuentes*, cit., pp. 214- 217.
- 22 En Colombia, la Corte Suprema de Justicia reconoce que la noción moderna de causa desde el punto de vista jurídico no es abstracta; sino que actúa como instrumento de equivalencia entre las partes. Corte Suprema de Justicia, Sala de casación Civil y Agraria sentencia de octubre 7 de 1938.
- 23 TAMAYO LOMBANA, *Manual de obligaciones teoría del acto jurídico y otras fuentes*, cit., p. 221.

los actos jurídicos o contratos; sin embargo, sí existe legislación sobre el tema en relación con las obligaciones, refiriéndose a la causa de dos formas: causa fuente, cuando se determina que no hay obligación; sin causa; y la causa fin, que supone la presunción de la existencia de una causa para todas las obligaciones y la regla según la cual una obligación es válida aunque tenga causa falsa; si se apoya en otra que tenga causa verdadera.²⁴

En España, la causa es un elemento de la esencia para la existencia del contrato y es uno de los aspectos sobre los cuales debe recaer el consentimiento. Sin embargo, la legislación no establece la definición de causa, de manera que la jurisprudencia y la doctrina han fijado diversas bases para su interpretación y entendimiento, habiéndose extendido, sin embargo; una postura en virtud de la cual los motivos ajenos al negocio y que se centran en la intencionalidad subjetiva y no en el negocio mismo son irrelevantes, salvo en la medida en que sean la razón para la celebración del contrato y sean conocidos para ambas partes.²⁵

En el caso de la legislación colombiana, el artículo 1502 del Código Civil reconoce la causa lícita como uno de los elementos de validez de las obligaciones. Posteriormente, el artículo 1524 establece que no puede “existir obligación sin causa real y lícita; pero no es necesario expresarla”, y especifica que la causa es “*el motivo que induce al acto o contrato*”. Dichas normas reflejan la noción moderna de causa impulsiva; no obstante respecto de los actos a título gratuito, este mismo artículo indica que la “liberalidad o beneficencia es causa suficiente” lo cual se ajusta a la noción clásica de causa fin.²⁶

Las representaciones y garantías, en la medida en que buscan evidenciar las condiciones de la operación subyacente que condujeron al comprador a llevar a cabo la adquisición, podría decirse que reflejan la causa que tiene el comprador para comprar aquello que adquiere. Esta interpretación, que bajo derecho anglosajón puede tener algunos elementos del concepto de “*consideration*” al que ya se ha hecho referencia, en derecho civil, pareciera encuadrar dentro del concepto de causa en los contratos bilaterales. Sin embargo, dado que el “*consideration*” del *Common Law* está más fundamentado en las promesas recíprocas (*covenants*) que en las representaciones y garantías, es posible que fallando estas últimas el contrato subsista, puesto que aún habría “*consideration*” que, como ya se anotó, es lo esencial en los contratos del derecho anglosajón. *contrario sensu*, bajo la óptica del derecho civil, y salvo que expresamente se indique algo diferente, resulta difícil enmarcar las represen-

24 BREBBIA La causa como elemento del negocio jurídico en el derecho argentino y comparado, cit., puntos 16-18.

25 GIL SALDAÑA, Marian, “Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías”. En: *InDret. Revista para el análisis del derecho*. Barcelona, abril 2010, p. 6.

26 TAMAYO LOMBANA, *Manual de obligaciones teoría del acto jurídico y otras fuentes*, cit., p 217.

taciones y garantías en algo distinto de la causa (más aún si expresamente se dice que es en razón de ellas que se contrata), ante lo cual la inexactitud o falta de veracidad de las mismas podría tener, bajo la tesis causalista, el nefasto efecto no querido por ninguno de los contratantes, de dar al traste con la operación de compraventa la cual devendría en inválida y no permitiría perfeccionar la transacción o, lo que es peor, ocasionaría su reversión para restituir la situación a ello su estado anterior.

Así las cosas, resulta aconsejable que en las jurisdicciones de derecho civil se indique expresamente el efecto que se le quiere dar a una eventual falencia en las declaraciones y garantías. Lo razonable entonces sería, como es también frecuente en las operaciones de compraventa de compañías, indicar expresamente que tal falencia constituye un incumplimiento contractual, el cual resulta simplemente en una indemnización de perjuicios, excluyendo, una vez más y de manera expresa también, cualquier otra solución (*remedy*).

3.3. Términos no incluidos en el contrato

Bajo las legislaciones de corte anglosajón, durante muchos años, las cortes propusieron y desarrollaron el principio de *parol evidence rule*, por virtud del cual la evidencia extrínseca al contrato que no conste por escrito no puede utilizarse para adicionar, modificar, sustraer o contradecir los términos del contrato. Puesto en otras palabras, de acuerdo con el referido principio, los contratos son lo que en ellos está escrito y nada más que eso. Dado que en la praxis se ha visto que esta regla puede conducir a grandes injusticias, las cortes han planteado algunas excepciones,²⁷ con lo cual este principio, si bien sigue siendo válido y aplicable, en la práctica ha ido resquebrajándose.

En las jurisdicciones de derecho civil por el contrario, los antecedentes contractuales, aún no estando consignados en el texto mismo del contrato, son relevantes y se tienen en cuenta para interpretar el real querer de las partes y así determinar el alcance de la responsabilidad precontractual y contractual. Incluso, y como ya se señaló atrás, según las normas generales de contratos, las partes se obligan no solo a lo establecido de manera expresa en el contrato, sino también a lo que se desprende de la naturaleza de las obligaciones adquiridas.²⁸

Teniendo en cuenta lo anterior y viendo esto en el contexto de las operaciones de compraventa de empresas en donde antes de la celebración del contrato ocurren ciertos hechos relevantes, como es el proceso de debida

27 BLUM, Brian, *Contracts*, 5^a ed., Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2011, p. 380.

28 Así lo establecen el artículo 1603 del Código Civil y el artículo 871 del Código de Comercio colombianas. En desarrollo de este principio, la Corte Suprema de Justicia ha establecido el principio de prohibición de abuso de posición dominante contractual (Corte Suprema de Justicia, Sala de casación Civil, sentencia del 14 de diciembre de 2011, rad. 2001-01489., M.P Jaime Alberto Arrubla).

diligencia que supone un intercambio de información donde muchas veces se hacen evidentes para las partes los motivos y objetivos que cada una tiene para llevar a cabo la operación adquisición es apenas evidente que el no hacer referencia explícita en el texto del contrato a ciertos aspectos derivados del proceso de debida diligencia, no puede conducir a que dichos aspectos queden por fuera de la esfera de la responsabilidad legal que se va a derivar del contrato. Incluso ocurre que, a veces, las normas aplicables incluyen deberes que las partes deben cumplir en la etapa precontractual y que tendrán un efecto en el desarrollo e interpretación posterior del contrato, aún sin que en los términos del contrato se reflejen obligaciones expresas en tal sentido. En la regulación chilena, por ejemplo, existen deberes de información reconocidos por las normas contractuales, por lo cual las declaraciones y garantías sirven como un mecanismo para soslayar las asimetrías de información entre las partes²⁹. En tanto que la jurisprudencia colombiana ha reconocido sin timidez la relevancia interpretativa que, en el largo plazo, tiene el deber de información en la etapa previa a la celebración del contrato³⁰.

En conclusión, en las jurisdicciones de derecho civil habría lugar a establecer responsabilidades por fallas en las declaraciones hechas en el periodo contractual o precontractual en la medida en que puede considerarse que dar ciertas informaciones es una obligación de la naturaleza a cargo del vendedor, aun sin que dicha responsabilidad quede explícitamente establecida dentro del contrato. Sin embargo, resulta conveniente su inclusión explícita a fin de despejar toda duda sobre el alcance que se le quiere dar a eventuales fallas en la entrega de o veracidad de dicha información, evitando así la discusión de hasta dónde debían ir (y fueron efectivamente) los deberes de información y las responsabilidades asociadas a ello, y superando con esto, una vez más, las incertidumbres derivadas de la aplicación de conceptos propios del derecho anglosajón en el sistema latino, tal como se explicó arriba al abordar el tema de la causa. Incluir entonces los efectos de estas revelaciones (y desde luego, de las omisiones o imprecisiones correspondientes) dentro del contrato resulta no solo adecuado sino aconsejable, en la medida en que por esta vía se logra que la parte que hace las representaciones y garantías asuma con toda certeza una obligación de veracidad sobre tales elementos, de manera que su incumplimiento dará lugar a responsabilidad contractual.³¹

3.4. El error

En relación con el error como vicio del consentimiento, es necesario tomar como punto de partida lo siguiente: si bien en el caso de las operaciones

29 BARROS / ROJAS, Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales, cit., p. 3.

30 Corte Suprema de Justicia de Colombia, Sala de Casación Civil, Sentencia de 4 de abril de 2001 en proceso adelantado por la Sociedad Cencoil Ltda. contra la Sociedad Cencar S.A. – MP: Jorge Antonio Castillo Rugeles.

31 BARROS / ROJAS, Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales, cit., pp. 3-5.

de adquisición de compañías, el consentimiento de las partes recae sobre la compra de las acciones cuotas o partes de interés, lo cierto es que los contratos no suelen detenerse más allá de unas cuantas secciones (o mejor, subsecciones) en describir el capital de la compañía y las características de las acciones, cuotas o partes de interés, en tanto que las parte más compleja y extensa de las declaraciones y garantías se dedica a la operación comercial y de negocios de la compañía cuyas partes de capital se están adquiriendo. Esto, que pareciera una sutileza carente de toda trascendencia, en realidad, puede ser muy relevante en las jurisdicciones de derecho civil, dado que el objeto sobre el cual recae el consentimiento es uno (acciones, cuotas o partes de interés), en tanto que la información sobre la cual puede haber alguna controversia futura se refiere a otro (operaciones, negocios, activos, etc.). Así lo entendió, por ejemplo, el Tribunal Supremo en España en sentencia del 21 de diciembre de 2009, en la cual se decidió sobre un litigio planteado por los compradores de las acciones de una sociedad, quienes reclamaban se declarara que el objeto de dicho contrato era la adquisición de un hotel operado por la sociedad cuyas acciones fueron adquiridas y se declarara el incumplimiento de dicho contrato por cuanto se encontraron graves fallas estructurales en el inmueble donde funcionaba el hotel. El Tribunal Supremo confirmó la sentencia del Juzgado de Primera Instancia en la cual se había desestimado el cargo, puesto que ambos tribunales coincidieron en que el objeto del contrato no era la compra de los activos de la sociedad, sino la de sus acciones en circulación³². Un criterio similar ha sido ya planteado también en Colombia³³.

Visto lo anterior, no resulta desatinado pensar que bajo los sistemas de derecho civil sea posible, aunque no recomendable en todos los casos plantear en forma explícita las ventas de compañías como operaciones económicas complejas de objeto múltiple, donde si bien lo que jurídicamente se adquiere o espera adquirir son unas acciones, cuotas o partes de interés; parte esencial del objeto de la operación supone que esas acciones o partes de capital le brinden al comprador el control sobre determinados activos y negocios. En otras palabras, para construir un argumento orientado a establecer que hubo un error que vició el consentimiento al momento de contratar no basta con que se indique, a través de las declaraciones y garantías o incluso de los considerandos del contrato que el comprador busca controlar ciertos activos y negocios, sino que además, es fundamental que ello quede plasmado como parte del objeto mismo de la transacción.

Por otra parte, tratándose del error como vicio del consentimiento, la legislación colombiana por ejemplo, al igual que las de otros países de América Latina, reconoce la importancia de los móviles determinantes del contrato³⁴.

32 GIL SALDAÑA, Compraventa de acciones, cit., pp. 5 y 6.

33 Corte Suprema de Justicia, sala de casación civil sentencia de diciembre, 16 de 2013.

34 TAMAYO LOMBANA, *Manual de obligaciones teoría del acto jurídico y otras fuentes*, cit., p. 218.

en los artículos 1511 y 1512 del Código Civil, en los cuales establece que existe un vicio del consentimiento cuando haya error sobre cualquier calidad esencial del objeto sobre el cual versa el contrato y esa calidad sea el motivo de una de las partes para contratar. Entender esto resulta crucial porque entonces, si los activos o negocios no quedaron como parte del objeto mismo del contrato, luego será difícil alegar que hubo un error en el objeto ante una falla, inexactitud u omisión en las declaraciones y garantías otorgadas sobre tales activos y negocios. Sin embargo, existe también el peligro de que, tomándose dichos activos y negocios como parte del objeto del contrato, un error frente a ellos conduzca al efecto no querido de generar una invalidez por error en el consentimiento, si los defectos implican la ausencia de alguna calidad esencial que fuera el motivo del comprador para seguir adelante con la compra.

3.5. Vicios ocultos

En algunos casos, se ha planteado la posibilidad de que los incumplimientos de las declaraciones incluidas en las secciones de representaciones y garantías constituyan vicios ocultos o redhibitorios, en la medida en que si de ello se desprende que lo comprado tenía defectos que no se hicieron evidentes, esto podría encuadrarse dentro de las responsabilidades generales del vendedor por tales vicios.

Pese a ello, hay que tener en cuenta que para que se configure un vicio oculto, en términos generales, se requiere que dicho vicio estuviere presente al momento de celebrar el contrato; que el vicio debe ser de tal magnitud que aquel objeto de la compra no sirva para su uso normal, lo que implica que el vicio debe tener un cierto nivel de gravedad y debe ser identificado “por estorbar del todo el uso ordinario del bien enajenado o por reducirlo en forma considerable”³⁵; y, finalmente, que los vicios por supuesto deben ser ocultos, lo que implica que los mismos debieron no ser informados por el vendedor y el comprador pudo no conocerlos sin grave negligencia de su parte.

Viendo lo anterior en perspectiva, tenemos lo siguiente: en primer término, si el objeto de la compra es simplemente las acciones, cuotas o partes de interés, las fallas en las representaciones y garantías dadas sobre los activos y negocios no van a generar que dichas acciones, cuotas o partes de interés “no sirvan” para su uso normal; en segundo lugar, el comprador, que usualmente es un empresario avezado en negocios del mismo tipo de aquel que está adquiriendo, realizará una auditoría legal lo cual generará inconvenientes al momento de demostrar que no hubo culpa del comprador en el desconocimiento de los defectos que se alegan. Por estas razones, vemos que si bien conceptualmente las fallas en las declaraciones y garantías pueden conducir

35 Corte Suprema de Justicia de Colombia, sentencia del 15 de marzo de 1969, citada en BONIVENTO FERNÁNDEZ José Alejandro, *Los principales contratos civiles y su paralelo en los comerciantes*, 16.^a ed., Bogotá, 2004, p. 143.

a alegaciones tendientes a declarar que hubo vicios ocultos, en la práctica será sumamente difícil obtener una declaración semejante por los inconvenientes anotados.

4. CONSIDERACIONES FINALES

4.1. Ajustes aplicables a los modelos de contratos utilizados

Resulta adecuado revisar la forma en que los contratos tipo del derecho anglosajón para operaciones de adquisición deben ajustarse con el fin de verificar que operen bien bajo las regulaciones de otras jurisdicciones y, sobre todo, para asegurar que todas las secciones tengan el efecto deseado.

Este aspecto cobra vital importancia al analizar la sección de representaciones y garantías, en especial para aclarar cuál es su función ya que en el caso de la mayoría de las legislaciones de derecho civil como es el caso de los países de Latinoamérica, este elemento no corresponde a una categoría jurídica regulada. Establecer su función será de gran importancia, especialmente dado su vasto efecto para el comprador en caso de presentarse un incumplimiento sobre lo allí declarado por el vendedor.

Es procedente además reiterar que, dado lo estricto del principio de la buena fe en nuestras jurisdicciones y dadas las “cargas” que en nuestro sistema supone el ejercicio de la voluntad de contratar, las responsabilidades del vendedor bien pueden ir más allá de lo expresamente establecido en el contrato, más aún entendiendo que, lejos de lo previsto en el principio anglosajón del *parol evidence rule* que ya tuvimos ocasión de comentar, los contratos de derecho civil obligan a las partes a cumplir no solo con lo expresamente estipulado, sino también con todo aquello que naturalmente pueda desprenderse de las obligaciones pactadas.

La posibilidad de alegar obligaciones de saneamiento derivadas del incumplimiento de la obligación de veracidad de las declaraciones y garantías si bien en teoría existe, en la práctica no es muy amplia, dado que las obligaciones de saneamiento suponen un vicio en el objeto del contrato y el objeto normalmente no se plantea como los activos y negocios, sino como las acciones o partes de capital. Por otro lado, tal y como se desarrollan las adquisiciones hoy en día, lo usual es que el comprador sea un jugador sofisticado que tiene conocimiento y experiencia previa en operaciones de adquisición, o, al menos, en negocios del mismo tipo de aquel que está adquiriendo; por lo que su grado de responsabilidad en la identificación de los vicios ocultos es mayor, más aún considerando que dicho comprador usualmente ha adelantado antes de la adquisición una auditoría legal, comercial y financiera que dificulta probar su desconocimiento de los vicios y que incluso, en muchos casos, puede haber obtenido un mayor conocimiento de los vicios de la operación que el propio vendedor.

Sin embargo, dado que de manera general las partes al utilizar modelos importados, emplean también la estructura de indemnidades desarrollada en dichos modelos, es razonable entender que por esa vía están modificando las responsabilidades mínimas que por ley les corresponden; no obstante es aconsejable plasmar esto de manera expresa. Ello es de recibo, puesto que legalmente es viable en términos generales, y salvo en el evento de las cláusulas abusivas, que se limiten las acciones a reparaciones en dinero y no a otro tipo de sanciones jurídicas orientadas a retrotraer los efectos de la operación, ya que se trata de transacciones complejas difíciles de deshacer y donde ello generaría un costo muy elevado.

El comprador afectado en caso de incumplimiento grave de las representaciones y garantías usualmente busca el reembolso de los perjuicios sufridos (según la forma en que se regule en la sección de indemnidades) o el ajuste del precio pagado; sin embargo, habría que analizar si, en aquellos casos en que el incumplimiento en realidad implica que el comprador no ha recibido lo que esperaba comprar, o evidencia que los móviles que lo impulsaron a contratar no son reales, o resulta despojado de las partes de capital que buscaba adquirir, sería adecuado optar por tener acceso a otro tipo de acciones.

4.2. Importancia de los elementos e instituciones del derecho de contratos en los sistemas de derecho civil y su inclusión dentro del contrato

En cualquier caso, de manera general concluimos que al no estar específicamente definida la función o el sentido de las representaciones y garantías, la puerta está abierta para que cualquiera de las partes proceda a elaborar argumentos diferentes para su aplicación y efectos sobre la base de las distintas instituciones expresamente contempladas en los sistemas de derecho civil que hemos tenido la oportunidad de analizar.

CAP. XII

5. BIBLIOGRAFÍA

- ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique, “*La cláusula de ‘declaraciones y garantías’ en la venta de una empresa: Naturaleza jurídica y efectos*”. En: Revista Actualidad jurídica, N.º 17, Santiago de Chile, enero 2008.
- BARROS BOURIE, Enrique y ROJAS COVARRUBIAS, Nicolás, “Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales”, en *Estudios de Derecho Civil V*, Santiago, 2010.
- BLUM, Brian, *Contracts*, 5.^a ed., Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2011.
- BONIVENTO FERNÁNDEZ José Alejandro, *Los principales contratos civiles y su paralelo en los comerciantes*, 16^a ed., Bogotá, 2004.

- BREBBIA, Roberto, "La causa como elemento del negocio jurídico en el derecho argentino y comparado". En: *La Ley*, 1994-E.
- GIL SALDAÑA, Marian, "Compraventa de acciones: Causa del contrato y medios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías". En: *InDret. Revista para el análisis del derecho*. Barcelona, abril 2010.
- GÓMEZ POMAR, Fernando, "El incumplimiento contractual en derecho español". En: *InDret. Revista para el análisis del derecho*, Barcelona, julio 2007.
- STANLEY FOSTER, Reed and REED LAJOUX, Alexandra, *The Art of M&A A Merger / Acquisition Buyout Guide*, 3.^a ed., McGraw-Hill, New York, 1998.
- TAMAYO LOMBANA, Alberto, *Manual de obligaciones teoría del acto jurídico y otras fuentes*, 5.^a ed., Temis, Bogotá, 1997.

GUÍA BÁSICA DE AUDITORÍA SOBRE CUMPLIMIENTO DE LA LEY DE PRÁCTICAS CORRUPTAS EN EL EXTRANJERO EN OPERACIONES DE M&A TRANSFRONTERIZAS: EVITANDO RIESGOS LEGALES Y COMERCIALES

María Luisa Cánovas

Socia de Jones Day
(Nueva York, EE. UU.)*

Nicholas E. Rodríguez

Socio de Jones Day
(Miami, EE. UU.)

Sumario:

1. Introducción 2. Perspectiva general de la FCPA. 2.1. Las disposiciones anticorrupción. 2.1.1. Conocimiento (*required mental state*). 2.1.2. “Cualquier objeto de valor”. 2.1.3. Funcionarios extranjeros e instrumentos gubernamental. 2.1.4. Obtener o conservar un negocio. 2.1.5. Eximentes. 2.2. Obligaciones en materia contable y de registro. 3. La FCPA en los procesos de auditoría en operaciones transfronterizas. 3.1. Llevar a cabo una meticulosa auditoría de riesgos con carácter previo a la adquisición. 3.2. Pasos posteriores a la adquisición. 3.3. Casos recientes de la FCPA en relación con la auditoría en operaciones de M&A. 4. Atenuación de riesgos en transacciones de M&A. 4.1. Llevar a cabo una investigación para determinar la magnitud del problema. 4.2. Considerar si la comunicación a las Autoridades Estadounidenses es necesaria. 4.3. Reexaminar los documentos de la transacción para proteger al adquirente de las conductas de la target previas a la transacción. 5. Despues de cierre, cómo lograr el cumplimiento de la FCPA. 6. Conclusión. 7. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

El proceso de auditoría es uno de los elementos claves para el éxito de una operación de fusión o adquisición (M&A) y hay que darle la importancia que

* www.jonesday.com

le corresponde. Como consecuencia de la promulgación de nuevas leyes anticorrupción en América Latina y de la intensificación en la aplicación de la Ley Anticorrupción (La “Ley” o “FCPA”) en Estados Unidos (“U.S.”)¹, los potenciales adquirentes están dedicando cada vez mayores recursos en la auditoría de la sociedad objeto de compra (*target*), a fin de comprobar que cumple de hecho con la normativa anticorrupción que resulte de aplicación. Las consecuencias económicas y reputacionales de no detectar y acabar con las prácticas contrarias a la normativa anticorrupción de la target son graves. Los infractores (tanto personas físicas como jurídicas) pueden estar sujetos a acciones penales y civiles, que incluyen sanciones, multas, embargo de ingresos de procedencia ilícita, intereses previos al juicio y penas de prisión para las personas físicas. Asimismo, la condena por actos de corrupción puede conllevar consecuencias accesorias, que incluyen la inhabilitación para contratar con organismos gubernamentales y organizaciones públicas internacionales.

La FCPA fue aprobada por U.S en 1977 en respuesta ante la creciente preocupación en materia de política exterior por el pago generalizado de sobornos a funcionarios extranjeros por parte de compañías estadounidenses. La FCPA es de aplicación a las sociedades constituidas en U.S y a aquellas que cotizan en las bolsas estadounidenses (incluyendo sus filiales, asociadas, socios y representantes), así como a las personas físicas y jurídicas extranjeras que efectúen pagos irregulares dentro de U.S. El amplio alcance jurisdiccional de la FCPA y su estricta aplicación por parte de la Comisión de Valores (SEC) y del Departamento de Justicia estadounidenses (DOJ y conjuntamente con la SEC, las “Autoridades Estadounidenses”), ha tenido como resultado cientos de investigaciones, acciones legales y acuerdos transaccionales, tanto en U.S como en el extranjero, incluyendo en América Latina.

En los años subsiguientes a su promulgación, los procedimientos sobre la base de la FCPA eran poco frecuentes; si bien en los últimos años, las autoridades estadounidenses han perseguido con mayor frecuencia e intensidad el incumplimiento de la FCPA. En el 2010, las autoridades estadounidenses crearon grupos de trabajo específicos centrados en la persecución de presuntos incumplimientos de la FCPA². Poco después, en un discurso en enero de

1 Ver, e.g. JONES DAY, *Brazil's Clean Company Law: New Risks for Companies Doing Business in Brazil* [Ley Anticorrupción Empresarial en Brasil: Nuevos riesgos para compañías que operan en Brasil], *Comentario de Jones Day*, agosto 2013. [Ver en línea: <bit.ly/1ktgf15>]. Ver también *Bribery Act 2010* [La Ley Anticorrupción del Reino Unido], Capítulo 23. [Ver en línea: <bit.ly/1gPbKyV>]. Ver también, OECD, *Colombia se adhiere a la convención de la OECD para combatir el cohecho*, OECD, 12 de noviembre de 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1orl2VU>]. Ver también, MALESKE, Melissa, *Mexico's anti-corruption law targets bribery in government contracting* [El cohecho en la contratación pública el principal objetivo de la Ley Anticorrupción mexicana], INSIDE COUNSEL, 28 de noviembre de 2012. [Ver en línea: <bit.ly/OdJwSR>].

2 Ver, e.g. SEC, *SEC Names New Specialized Unit Chiefs and Head of New Office of Market Intelligence* [La SEC nombra a los directores de la nueva unidad especializada y director

2011, el entonces ayudante del fiscal general de U.S señaló que el reciente repunte de las actividades de control del cumplimiento de la FCPA indicaba que la ley “aunque en el pasado se consideró inactiva, en la actualidad se encuentra más activa que nunca.”³ En el mismo sentido, las diez resoluciones más relevantes en materia de FCPA (en términos de sanciones económicas impuestas) emitidas contra una persona jurídica se han producido dentro de los últimos diez años; de las que, en dos de ellas, las partes llegaron a un acuerdo en un periodo de seis meses entre mayo y noviembre de 2013.⁴

Por otra parte, el aumento en la persecución de las conductas contrarias a la FCPA no se limita únicamente a conductas efectuadas en U.S; sino sobre todo, a aquellas que se llevaron o que se están llevando a cabo en América Latina.⁵ En los ocho años que van desde 2005 a 2013, se iniciaron 21 acciones por incumplimiento de la FCPA por conductas presuntamente efectuadas en América Latina. De esos 21 casos, “8 se corresponden con acciones por incumplimiento de la FCPA en México, cinco en Brasil y cuatro en Argentina y Venezuela, respectivamente”.⁶ Aunque, en relación a su tamaño y a la importancia de América Latina en el mercado mundial, 21 acciones legales en ocho años, pueden parecer pocas, es importante señalar que 9 de esas 21 acciones han tenido lugar en los últimos tres años. Se espera que esta tendencia alcista continúe como consecuencia del “incremento significativo del número de personas asignadas a las unidades especializadas en materia de FCPA tanto en el DOJ como en la SEC” y de la “globalización de las iniciativas legislativas y de las acciones contra la corrupción y el cohecho.”⁷ Los profesionales del sector han puesto de relieve el incremento en la vigilancia por parte de las autoridades estadounidenses de las conductas desarrolladas

de la nueva oficina de inteligencia de mercado], Comunicado de Prensa de la SEC 2010-5, Washington, 13 de enero de 2010. [Ver en línea: <1.usa.gov/1hBowRx>].

- 3 DEPARMENT OF JUSTICE U.S., *Assistant Attorney General Lanny A. Breuer of the Criminal Division Speaks at the Annual Meeting of the Washington Metropolitan Area Corporate Counsel Association* [Lanny A. Breuer, ayudante del fiscal general, Departamento de Justicia, Sección Penal, Comentarios en la Reunión Anual de la Asociación de Asesores Legales en el Área Metropolitana de Washington], Virginia, 26 de enero de 2011. [Ver en línea: <1.usa.gov/1sgSiQh>].
- 4 Ver, e.g., CASSIN, Richard L., *Weatherford lands on our Top 10 list* [Weatherford aterriza en nuestra lista de top diez], El Blog de FCPA, Virginia, 27 de noviembre de 2013, [Ver en línea: <bit.ly/1dNUGdo>].
- 5 “En comparación con todo el 2012, se ha producido un incremento en las acciones por incumplimiento de la FCPA en contra de personas físicas por conductas efectuadas en América Latina durante los siete primeros meses de 2013.”, Ver, BAMRUD, Joachim, *América Latina: Casos de FCPA crecen*, Latinvex, 27 de agosto de 2013, [Ver en línea: <bit.ly/1jBRgtW>].
- 6 BAMRUD, *América Latina: Casos de FCPA crecen*, cit., [Ver en línea: <bit.ly/1jBRgtW>].
- 7 BAMRUD, Joachim, *More FCPA Cases in Latin America* [Más casos de la FCPA en América Latina], LATINVEX, 28 de junio de 2010 (citando a Simon Strong, director general senior de práctica forense y procesal en FTI). [Ver en línea: <bit.ly/1dSl9Gm>]

en América Latina. Una consultora en análisis forense declaró que, en la actualidad, aproximadamente la mitad de sus asuntos en América Latina están relacionados con acciones por incumplimiento de la FCPA y “espera[n] que esta tendencia alcista continúe como consecuencia del continuo e importante incremento del personal asignado a las unidades especializadas en FCPA tanto en el DOJ como en la SEC durante el mandato de Obama y de la creciente globalización de las iniciativas legislativas y de las acciones legales contra la corrupción y el cohecho, así como, una vez superada la crisis financiera que había reducido las expectativas de crecimiento estadounidense, del aumento de la inversión en América Latina por parte de las empresas estadounidenses que no se habían aventurado en la región y necesitan asesoramiento.”⁸

De acuerdo con la FCPA, un comprador puede ser considerado responsable de los incumplimientos de la FCPA perpetrados por la target si no es capaz de detectar, interrumpir y subsanar dichos incumplimientos. Las autoridades estadounidenses han señalado expresamente que un comprador, en el marco de una operación de fusión o adquisición, no lleve a cabo una auditoría adecuada sobre el cumplimiento de la FCPA puede enfrentarse tanto a riesgos legales como comerciales.⁹ La posibilidad de que las autoridades inicien acciones legales de acuerdo con la responsabilidad solidaria del comprador, refuerza la importancia de llevar a cabo una auditoría previa sobre cumplimiento de la FCPA así como de adoptar, una vez ejecutada la operación, las medidas adicionales necesarias para mitigar cualquier riesgo. En el presente artículo, se resumen las principales disposiciones de la Ley y, en particular, la declaración de responsabilidad solidaria en el marco de las fusiones y adquisiciones que regula la Ley, así como las actuaciones a adoptar para detectar, subsanar y prevenir futuros incumplimientos de la FCPA mediante la implementación de medidas como, entre otras, una auditoría meticulosa tanto antes como después de la adquisición. La aplicación de estos procedimientos y políticas pueden ayudar a un potencial comprador a evitar o reducir de forma sustancial los costes y sanciones por incumplimiento de la FCPA.

2. PERSPECTIVA GENERAL DE LA FCPA

La FCPA fue aprobada con el objeto de prevenir que las personas físicas o jurídicas estadounidenses se vieran involucradas en prácticas de corrupción de autoridades o funcionarios extranjeros. Las autoridades estadounidenses tienen encomendada la tarea de hacer cumplir la FCPA y, en los últimos años, ambas agencias han hecho de la aplicación de la Ley una prioridad.

8 BAMRUD, *More FCPA Cases in Latin America*, cit., [Ver en línea: <bit.ly/1dSI9Gm>]

9 *Guía Práctica sobre la Ley estadounidense de Prácticas Corruptas en el Extranjero*, p. 62.

La FCPA resulta de aplicación a una amplia tipología de conductas, personas y entidades. En particular, es de aplicación a:

- Empresas domiciliadas en U.S así como a personas físicas con nacionalidad o residencia permanente en U.S;
- Empresas que coticen en alguna bolsa estadounidense;
- Empleados y representantes de empresas domiciliadas en U.S, de empresas que coticen en las bolsas estadounidenses o de personas físicas con nacionalidad o residencia permanente en U.S;
- Personas y empresas extranjeras que realicen actuaciones prohibidas en territorio estadounidense; y
- Cualquier persona que colabore con o incite a la comisión de un incumplimiento de la FCPA.¹⁰

La FCPA contiene dos tipos de disposiciones: (1) las disposiciones anticorrupción, y (2) las obligaciones en materia contable y de registro.

Las disposiciones anticorrupción de la FCPA declaran contrario a la ley, la ejecución de (o la promesa de realizar) pagos a funcionarios extranjeros, partidos políticos, medios u otras personas con el propósito de inducir a un funcionario extranjero a actuar de una forma particular o para asegurar una ventaja comercial.¹¹

Las obligaciones en materia contable y de registro de la FCPA exigen que los libros, registros y contabilidad de la sociedad reflejen con exactitud las operaciones efectuadas por la misma, y que esta establezca y mantenga sistemas de control interno de su contabilidad adecuados para garantizar de forma razonable que: (i) las operaciones efectuadas por la sociedad se ejecutan de acuerdo con las autorizaciones conferidas por el órgano de gestión con carácter general o especial; (ii) el registro de las operaciones permite la preparación de los estados financieros de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados, así como la contabilización de sus activos; (iii) únicamente tengan acceso a los activos de la sociedad las personas que cuenten con autorización general o especial del órgano de gestión; y (iv) se efectúen periódicamente comparaciones entre los activos registrados contablemente con los efectivamente existentes y se adopten las medidas necesarias para solventar cualquier divergencia.¹²

La Ley impone sanciones penales a quien, a sabiendas, elude o no implementa un sistema de control interno o bien, a sabiendas, falsifica cualquier libro, registro o documento contable de la empresa. El DOJ impone las sanciones de carácter penal previstas por la FCPA; mientras que las sanciones

10 Clark Keeler, *supra* nota 1.

11 Ver 15 U.S.C §78dd-1.

12 Ver 15 U.S.C. §78m.

civiles se imponen por la SEC. La Ley prevé la imposición de sanciones civiles y penales severas tanto a personas físicas como jurídicas.

Cabe destacar que las autoridades estadounidenses han iniciado acciones contra la matriz por los incumplimientos cometidos por sus filiales y asociadas, incluso cuando la matriz no participó en la conducta inapropiada o no tuvo conocimiento de la misma. Esta imputación de responsabilidad se basa en la existencia de una relación de mandato (*agency*) entre la matriz y sus filiales o asociadas, atribuyendo la conducta y el conocimiento de la filial a la matriz.¹³ Asimismo, las acciones legales pueden fundamentarse en la teoría de la responsabilidad solidaria. El riesgo de que un comprador en una operación societaria se vea expuesto a una declaración de responsabilidad solidaria dependerá de las circunstancias concretas del caso y de la ley aplicable.¹⁴

2.1. Las disposiciones anticorrupción

En general, las disposiciones anticorrupción de la FCPA prohíben satisfacer, directa o indirectamente, pagos en efectivo o entregar “cualquier objeto de valor” a un “funcionario extranjero” con el fin de “obtener o conservar un negocio.” También constituye una incumplimiento, prometer un pago indebido, incluso si finalmente no se abona el soborno o autorizar la realización de un pago irregular.¹⁵ Para que una actuación se califique como contraria a la FCPA, deben concurrir los siguientes elementos:

2.1.1. Conocimiento (required mental state)

El requisito del conocimiento establecido en la FCPA puede consistir en un conocimiento actual, o en un acto de “ignorar de forma consciente”, “ceguera voluntaria” o “ignorancia deliberada” de que ha tenido lugar, o existe la posibilidad de que tenga lugar un incumplimiento de la Ley.¹⁶ Al momento de determinar si una entidad tenía “ceguera voluntaria”, las autoridades estadounidenses analizarán si existían indicios de pagos irregulares –llamados “indicios de irregularidad” (*red flags*)– y si dichos indicios fueron tratados adecuadamente o ignorados.¹⁷ En las acciones legales por incumplimiento, las autoridades estadounidenses tendrán la posibilidad de reconsiderar las circunstancias cuando intenten fundamentar que se ignoraron posibles conductas ilícitas. Por lo tanto, conforme a lo expuesto en el apartado IV siguiente, con el fin de evitar la responsabilidad solidaria

13 *Guía Práctica*, cit., p. 27.

14 *Guía Práctica*, cit., p. 28.

15 § 78dd-1(a), § 78dd-2(a), and § 78dd-1(a).

16 Ver 15 U.S.C. §§ 78dd-1(f) (2) (B), 78dd-2(h) (3) (B), 78dd-3(f) (3) (B).

17 Ver, e.g., *U.S. vs. Kozeny and Bourke*, 664 F. Supp. 2d 369 (S.D.N.Y. 2009); *aff'd* 667 F.3d 122 (2d. Cir. 2011), *cert. denied* 133 S.Ct. 1794 (2013).

ria, un adquirente o emisor estadounidense debe identificar y tratar adecuadamente cualquier “indicio” de posible incumplimiento de la FCPA, a fin de garantizar la detección, interrupción y subsanación de cualquier irregularidad.

2.1.2. “Cualquier objeto de valor”

En las acciones legales por incumplimiento, las autoridades estadounidenses interpretan el término “cualquier objeto de valor” de forma amplia a fin de incluir en la definición tanto dinero en efectivo como regalos, viajes de ocio, préstamos, gastos de formación y educación y promesas de un futuro empleo. Por ejemplo, en *SEC v. UTStarcom, Inc.*,¹⁸ se interpuso una reclamación contra una compañía que se gastó casi 7 millones de dólares en aproximadamente 225 viajes a destinos turísticos populares en U.S para sus clientes, incluyendo empleados de empresas estatales extranjeras. La empresa alegó que los viajes eran de carácter formativo; pero en muchos de dichos viajes, no se llegó a efectuar ninguna acción formativa y la empresa ni si quiera tenía instalaciones en muchos de los destinos. En *SEC v. ABB Ltd.*,¹⁹ el demandado entregó a un funcionario del gobierno una amplia variedad de regalos, incluyendo una pertenencia a un club de campo, el pago de los suministros de su vivienda, la factura de teléfono, un automóvil y servicios de limusina.

La guía práctica sobre la FCPA confirma esta interpretación amplia del término “objeto de valor” por parte de las autoridades estadounidenses. No obstante, es importante señalar que dichas Autoridades reconocen que, en ocasiones, la entrega de pequeños regalos puede responder a normas apropiadas de cortesía comercial. De conformidad con la guía comprehensiva de las autoridades estadounidenses titulada *Una guía práctica sobre la Ley de Prácticas Corruptas Extranjeras de U.S* (la “Guía Práctica”), las características para definir si un regalo es apropiado son que el regalo: (1) se entrega de forma abierta y transparente; (2) se contabiliza correctamente en los libros de quien lo entrega, (3) se proporciona únicamente en señal de estima o gratitud, y (4) está permitido por la legislación local. Ejemplos de gastos que se consideran apropiados pueden ser comidas modestas, artículos promocionales de la empresa, desplazamientos en taxi y otras cortesías comerciales con un valor nominal que raramente puedan influir en un funcionario.²⁰

18 SEC vs. UTStarcom, Inc., N.º 09-cv-6094 (N.D. Cal. 31 de diciembre de 2009).

19 SEC vs. ABB Ltd., N.º 04-cv-1141 (D.D.C. 6 de julio de 2004).

20 Guía Práctica, cit., p. 15.

2.1.3. Funcionarios extranjeros e instrumentos gubernamentales

La FCPA define el término “funcionario extranjero” como “cualquier funcionario o empleado de un gobierno extranjero o cualquier departamento, agencia o instrumento gubernamental o de una organización pública internacional, o cualquier persona que actúe de forma oficial en nombre y representación de dicho gobierno, departamento, agencia o instrumento gubernamental o bien en nombre y representación de cualquier organización pública internacional”²¹. Mientras que muchos líderes políticos y empleados gubernamentales pueden ser fácilmente identificados como “funcionarios extranjeros”, no es tan fácil identificar quién tiene la consideración de empleado de un “instrumento” gubernamental. Las autoridades estadounidenses consideran que una empresa estatal o una empresa controlada por el Estado (una “SOE”) es un “instrumento gubernamental” y, por lo tanto, sus empleados son “funcionarios extranjeros” de acuerdo con la Ley. Las autoridades estadounidenses adoptan esta interpretación con el fin de incluir en la definición las diferentes formas de organización y operativa de los gobiernos extranjeros.²² Lamentablemente, no hay ninguna regla específica de interpretación y el DOJ considera que incluso aquellas entidades que se asemejan a una entidad comercial, aquellas mayoritariamente participadas por entidades de carácter privado o particulares o cuyas acciones cotizan en bolsa, pueden considerarse “instrumentos” gubernamentales de conformidad con la FCPA.²³

Dos casos en 2011 proporcionan una lista no concluyente de los factores que los tribunales estadounidenses toman en consideración al momento de evaluar si una entidad es un “instrumento gubernamental”:

- Si la entidad presta un servicio público;
- Si los principales directivos de la entidad son funcionarios públicos o han sido designados por estos;
- Si la entidad se financia, al menos en gran parte, a través del presupuesto público o tasas establecidas por el gobierno;
- El grado de control del estado extranjero sobre la entidad;

21 § 78dd-1(f) (1).

22 *Guía Práctica*, cit., p. 20.

23 *U.S. vs. Carson, et al.*, 2011 WL 5101701 (C.D. Cal. 18 de mayo de 2011) (se tiene en cuenta que el gobierno estadounidense utiliza entidades comerciales –tales como la Empresa Federal del Seguro de Depósitos, la Empresa de Inversiones Privadas en el Extranjero y la Autoridad del Valle de Tennessee– para la prestación de servicios público, entendiéndose que el mero hecho de que una entidad sea una empresa o tenga funciones corporativas no impide que sea considerada un “instrumento” gubernamental).

- El objetivo de la entidad;
- Las circunstancias concurrentes en la creación de la entidad; y
- El grado de titularidad pública de la entidad.²⁴

En ambos casos, el tribunal confirmó la interpretación amplia del término “instrumento gubernamental” utilizada por el DOJ y denegó la petición de desestimación de la acusación presentada por el demandado. Según el tribunal en el asunto *Carson*, a fin de determinar si una entidad tiene la consideración de “instrumento gubernamental”, deben analizarse las circunstancias concretas del caso, a cuyos efectos, la propiedad o control estatal es “solo uno de los elementos a tener en cuenta”, remarcando que tradicionalmente las sociedades han sido instrumentos para la consecución de objetivos gubernamentales, como ocurre con los bancos y compañías de ferrocarril.²⁵

Queda sin resolver la cuestión de si las autoridades estadounidenses están obligadas a identificar un “funcionario extranjero” específico con el objetivo de declarar que existe una violación de la Ley. En *U.S v. O’Shea*²⁶, se “rumoreaba” que se estaban pagando sobornos a funcionarios extranjeros, pero el gobierno no pudo probar que un funcionario extranjero en particular hubiera recibido un pago irregular. El tribunal puso de relieve la problemática de esta cuestión, aclarando que “el gobierno no tiene que seguirle la pista a un dólar en particular a un bolsillo en particular de un funcionario concreto, sino que debe establecer la conexión entre el pago y un funcionario en particular.”²⁷ Por otra parte, en *SEC v. Jackson*, el tribunal concluyó que las denuncias de pagos a funcionarios extranjeros no particularizados eran suficientes para declarar la existencia de un incumplimiento de la FCPA. En *Jackson*, los directivos de la empresa demandada fueron acusados de tener conocimiento de que ciertos pagos iban a utilizarse para sobornar a funcionarios extranjeros. Los demandados rechazaron las acusaciones, argumentando que la “SEC debe identificar por su nombre, o al menos por su cargo y funciones, al funcionario extranjero al que supuestamente se haya influenciado”, extremo que la SEC no había evidenciado. El tribunal estuvo de acuerdo en que la SEC no había identificado a los funcionarios, pero no estimó los argumentos de los demandados sobre la necesidad de dicha identificación, y ello, sobre la base del tenor literal de la propia

CAP. XIII

24 *U.S. vs. Aguilar*, 783 F.Supp.2d 1108 (C.D. Cal. 20 de abril de 2011); *U.S. vs. Carson*, *supra* nota 18.

25 *U.S. vs. Carson*, *supra* nota 18.

26 *U.S. vs. O’Shea*, 4:09-cr-00629 (S.D. Tex. 16 de noviembre de 2009).

27 Propuesta de Absolución y Resolución, *U.S. vs. O’Shea*, 4:09-cr-00629 (S.D. Tx. 16 de enero de 2012).

ley, los antecedentes legislativos y otra normativa anticorrupción de carácter local.²⁸

2.1.4. Obtener o conservar un negocio

Al momento de determinar si se ha producido un incumplimiento de la FCPA²⁹, el DOJ utiliza un “test sobre la finalidad del negocio” de carácter amplio. Este test exige que el pago irregular se realice con el fin de “obtener o conservar un negocio” u obtener por cualquier otro medio una ventaja injustificada. *La Guía Práctica* facilita algunos ejemplos de “acciones adoptadas con la finalidad de obtener o conservar un negocio”, que incluyen, la adjudicación de un contrato, influenciar en el proceso de licitación, eludir la normativa en materia de importación, acceder a información confidencial sobre un proceso de licitación, evadir impuestos o penalizaciones, influir en la resolución de litigios o reclamaciones por incumplimiento, obtener exenciones en la aplicación de la regulación o evitar la terminación de un contrato³⁰. En definitiva, si existe una nexo de causalidad entre un pago irregular y la “finalidad del negocio”, las autoridades estadounidenses probablemente llegarán a la conclusión de que concurre el requisito de “obtener o conservar un negocio” o una ventaja injustificada.³¹

En *U.S v. Kay*, un tribunal federal de apelación analizó si un pago a un “funcionario extranjero” para evitar abonar derechos aduaneros y reducir el impuesto sobre las venta constituía un pago con la finalidad de “obtener o conservar un negocio.” El tribunal analizó los antecedentes legislativos de la FCPA y concluyó que la intención del Congreso fue cubrir cualquier conducta corrupta más allá de pagos en efectivo para obtener la adjudicación de contratos públicos. En el caso concreto de pagos para reducir el importe de los impuestos, el tribunal anuló la desestimación de la demanda por parte del tribunal del distrito, en la que dicha corte había dictaminado que la FCPA no criminalizaba pagos cuya finalidad era evitar obligaciones fiscales.³² Esto indica nuevamente que, al momento determinar si un pago tiene por finalidad la “obtención o conservación de un negocio”, se tendrán en cuenta las circunstancias concretas del caso. En al menos un asunto, *U.S v. Pou*, resuelto con anterioridad a *Kay*, un demandado argumentó con éxito que los pagos que había realizado para conseguir la liberación de aviones incautados, no tenían por objeto “obtener o conservar un negocio”, sino que su única finalidad

28 SEC vs. Jackson., 908 F. Supp. 2d 834 (S.D. Tex. 2012).

29 *Guía Práctica*, cit., p. 12.

30 *Guía Práctica*, cit., p. 13

31 *Guía Práctica*, cit., pp. 12 y 13.

32 *U.S. v. Kay*, 359 F.3d 738 (5th Cir. 2004).

fue acelerar el proceso burocrático.³³ Esta línea de defensa, llamada “pago de facilitación”, se analiza más en profundidad a continuación.

2.1.5. Eximentes

La Ley establece tres posibles eximentes de responsabilidad por la conducta contraria a la normativa anticorrupción: (1) “facilitar” o agilizar pagos, (2) conducta permitida conforme a la legislación local, y (3) promoción legítima del producto.³⁴

Los pagos de facilitación son aquellos realizados en cumplimiento de procedimientos burocráticos rutinarios sobre los cuales el funcionario extranjero no tiene discrecionalidad alguna. Los ejemplos más comunes son conectar un centro de trabajo a una red eléctrica o pagar por protección policial. A fin de determinar si un pago es o no un “pago de facilitación,” las autoridades estadounidenses analizarán la finalidad del pago y no su valor.³⁵ Sin embargo, a efectos prácticos, los pagos de facilitación no implican normalmente cantidades sustanciales.³⁶ Adicionalmente, según se analiza a continuación, “la facilitación de pagos, como cualquier gasto, puede violar la FCPA si dichos pagos no se registran de forma correcta en la contabilidad de la empresa.”³⁷

Una segunda eximente es que el presunto pago está amparado por la regulación aplicable en la jurisdicción en la que se efectuó. Es importante resaltar que la conducta debe estar expresamente permitida por las leyes, reglamentos y códigos aplicables en dicha jurisdicción. No basta argumentar que el pago se realizó de conformidad con las “costumbres locales” o “prácticas comerciales locales.”

Una tercer eximente es que la conducta se realizó como “un gasto razonable y de buena fe, tales como gastos de viaje y alojamiento, incurridos por cuenta de funcionario extranjero” que están directamente relacionados con “(A) la promoción, demostración o explicación de productos o servicios; o bien (B) la ejecución o cumplimiento de un

33 *U.S. vs. Pou*, 89-802-CR-KEHOE, Petición de absolución presentada por Duran, en su condición de demandado. (S.D. Fla. 17 de abril, 1990); *U.S. vs. Pou*, 89-802-CR-KEHOE, Sentencia admitiendo la petición de absolución (S.D. Fla. 19 de abril de 1990).

34 § 78dd-1(b), § 78dd-2(b), § 78dd-3(b).

35 *Guía Práctica*, cit., p. 25.

36 En la práctica, la tendencia creciente es que las empresas prohíban a sus empleados efectuar pagos de facilitación. Por otra parte, la Ley Anticorrupción del Reino Unido prohíbe dichos pagos. Por consiguiente, una empresa sujeta tanto a la Ley Anticorrupción del Reino Unido como a la FCPA probablemente no permita a sus empleados hacer pagos de facilitación de ningún tipo.

37 *Guía Práctica*, cit., p. 26.

contrato con un gobierno u organismo extranjero”³⁸. Esta eximente suele alegarse respecto a actos de hospitalidad o de promoción de productos. Aunque no hay ninguna regla específica de interpretación que permita determinar cuándo un acto de hospitalidad puede considerarse apropiado, las autoridades estadounidenses han considerado contrarias a la FCPA las muestras de hospitalidad excesivamente generosas, en las que los familiares de un funcionario extranjero reciben viajes en primera clase o en las que las visitas a las instalaciones incluían entradas o tours a destinos turísticos famosos como Disneylandia o Las Vegas.

Desde un punto de vista práctico, la mayoría de las empresas involucradas en procedimientos por incumplimiento de la FCPA optan por alcanzar acuerdos transaccionales con las autoridades estadounidenses, en lugar de tratar de defenderse de las acusaciones de soborno ante los tribunales, intento, este último que podría tener consecuencias económicas y reputacionales significativas o catastróficas para la empresa, incluyendo la inhabilitación para contratar con entidades gubernamentales y organizaciones internacionales. Como consecuencia de lo anterior, la jurisprudencia en materia de incumplimiento de la FCPA, tanto con carácter general como en particular respecto a las tres eximentes de responsabilidad, es escasa. Por lo tanto, con carácter general, prima la interpretación restrictiva de las autoridades estadounidenses sobre el ámbito de aplicación de estas eximentes.³⁹

2.2. Obligaciones en materia contable y de registro

Durante los últimos años, se ha incrementado el número de acciones legales por incumplimiento de las obligaciones en materia contable y de registro establecidas en la FCPA. Si bien la SEC es la principal responsable de dicho incremento en los procedimientos civiles, los incumplimientos conscientes de las obligaciones en materia contable y de registro también pueden conllevar la declaración de responsabilidad penal. Las citadas obligaciones contables y de registro exigen que las empresas cotizadas (emisores de valores en U.S), “(A) lleven y conserven la contabilidad y demás libros y registros de la sociedad de manera que reflejen las operaciones y disposiciones de activos de forma, razonablemente detallada, precisa y objetiva” y “(B) implanten y mantengan sistemas de control interno de su contabilidad adecuados para garantizar de forma razonable que –(i) las operaciones efectuadas por la sociedad se ejecutan de acuerdo con las autorizaciones conferidas por el órgano de gestión

38 § 78dd-1(c), § 78dd-2(c), § 78dd-3(c).

39 JONES, Ashby. *FCPA: Company Costs Mount for Fighting Corruption [FCPA, La lucha contra la corrupción incrementa los costes de las empresas]*, Wall Street Journal, 2 de octubre de 2012 [Ver en línea: <on.wsj.com/1ktklRr>].

de la sociedad ya sea con carácter general o especial; (ii) la contabilización de las operaciones permite, según sea el caso, (I) la preparación de los estados financieros de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados o cualquier otro criterio aplicable a dichos estados financieros, y (II) la contabilización de los activos de la empresa; (iii) únicamente tengan acceso a los activos de la sociedad aquellas personas que cuentan con autorización general o especial del órgano de gestión; y (iv) se efectúen de forma periódica comparaciones entre los activos registrados en la contabilidad y los efectivamente existentes y se adopten las medidas necesarias para solventar cualquier discrepancia.”⁴⁰ En consecuencia, las sociedades cotizadas deben contabilizar de forma exacta y completa todos los gastos y adoptar las medidas adecuadas para garantizar que dichos gastos no son contrarios a la legislación y han sido debidamente autorizados. Solo conllevará un incumplimiento de las obligaciones contables y de registro si el pago de un soborno por la sociedad a un funcionario extranjero se ha ocultado o registrado incorrectamente en la contabilidad de dicha sociedad. Por ejemplo, registrar un soborno como una “comisión de ventas” constituiría una infracción de las obligaciones contables establecidas en la FCPA. Cabe señalar que no existen excepciones por materialidad o *de minimis*.

La FCPA establece una excepción a las obligaciones en materia contable según la existencia de buena fe, en aquellos casos donde la sociedad cotizada “tiene un porcentaje igual o inferior al 50% de los derechos de voto en la empresa nacional o extranjera.” En estos casos, las sociedades cotizadas solo están obligadas a actuar “de buena fe y en la medida en que ello sea posible teniendo en cuenta sus circunstancias concretas, utilizar su capacidad de decisión en dichas entidades para conseguir que implanten y mantengan sistemas de control interno de su contabilidad.” Si la sociedad cotizada es capaz de demostrar que ha actuado de buena fe y ha utilizado todos los recursos a su alcance para influir en la empresa nacional o extranjera, se considerará que ha cumplido con las disposiciones de la FCPA.⁴¹

CAP. XIII

3. LA FCPA EN LOS PROCESOS DE AUDITORÍA EN OPERACIONES TRANSFRONTERIZAS

De acuerdo con la FCPA, las operaciones de fusiones y adquisiciones, y otras transacciones similares pueden conllevar a la derivación de responsabilidad por las infracciones cometidas en el pasado por la sociedad adquirida.⁴² Por tanto, las sociedades domiciliadas en U.S. o que cotizan en bolsas

40 § 78m (b) (2).

41 § 78m (b) (6).

42 DEPARTMENT OF JUSTICE U.S., FCPA *Opinion Procedure Release* [Comunicado de prensa la opinión del Departamento de Justicia sobre la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero], N.º 03-01, Virginia, 15 de enero de 2003. [Ver en línea: <1.usa.gov/1lo1xKg>].

estadounidenses (incluyendo aquellas que han emitido recibos de depósito americanos, “ADR”, que llevan aparejado el envío de información periódica a la SEC) se enfrentan a posibles responsabilidades solidarias en caso de que incurran en falta de diligencia en la realización de auditorías meticulosas sobre el cumplimiento de la FCPA o en la adopción de medidas ante cualquier indicio de irregularidad, responsabilidades que pueden derivar en la imposición de sanciones y multas considerables por parte de las autoridades estadounidenses, incluso meses o años después de que se haya ejecutado de la operación.⁴³ Asimismo, el comprador que no lleve a cabo una adecuada auditoría sobre el cumplimiento de la FCPA puede descubrir *a posteriori* que ha adquirido un negocio que sería menos productivo o rentable de no existir sobornos u otras prácticas corruptas.⁴⁴ Este escenario, no solo plantea riesgos significativos en materia de responsabilidad civil o penal; sino también perjudica seriamente la reputación y rentabilidad de un comprador (incluyendo sus filiales y asociadas).

La *Guía Práctica* resume la opinión de las autoridades estadounidenses sobre si un comprador ha actuado adecuadamente ante los indicios de irregularidad detectados en el procedimiento de adquisición de la target. Dicha *Guía Práctica* señala las medidas concretas que debe adoptar una empresa a la que es de aplicación la FCPA al considerar una fusión o adquisición:

- (1) Llevar a cabo una meticulosa auditoría externa de riesgos en materia de cumplimiento de la FCPA y otra normativa anticorrupción en las potenciales adquisiciones de nuevos negocios.

43 18 USC § 3282 establece que los incumplimientos de la FCPA prescriben en el plazo de cinco años desde la realización de cada soborno. En consecuencia, cuando existe una trama organizada y continuada para el pago de sobornos, el plazo de prescripción es de cinco años para cada soborno individualizado. Una cuestión importante a tener en cuenta en materia de FCPA, es la existencia de responsabilidad por conspiración para la comisión del delito. El plazo de prescripción de los actos de conspiración para la comisión del delito es de cinco años a partir del último acto de exteriorización de la conspiración –que no tiene por qué ser necesariamente un soborno. *United States vs. Schlesinger*, 360 F. Supp. 2d 512, 520 (E.D.N.Y. 2005) (“Los plazos de prescripción de las acciones establecidas en § 371 es de cinco años. 18 USC § 3282. A fin de determinar si los cargos por supuesta conspiración para la comisión de un delito han prescrito (1) la conspiración debe haber estado en marcha dentro del período de cinco años anterior a la imputación, y (2) al menos uno de los actos de exteriorización de la conspiración tiene que haberse producido dentro de ese período.”) (notas internas y citas omitidas). Por ejemplo, un fiscal podría argumentar que los esfuerzos por ocultar una trama de corrupción o cualquier cumplimiento continuado de las obligaciones establecidas en un contrato obtenido mediante actos de corrupción constituyen “actos de exteriorización” de la conspiración. Por lo tanto, un fiscal podría perseguir una conducta que en principio estaría prescrita de conformidad con la FCPA (u otra normativa penal aplicable, como fraude electrónico o blanqueo de capitales) siempre que pueda establecer la existencia de una trama organizada que se ha perpetrado durante más de cinco años.

44 *Auditoría anticorrupción en operaciones de M&A transfronterizas*, *supra* nota 33.

- (2) Asegurarse de que las sociedades o actividades recientemente adquiridas o absorbidas cumplen, tan pronto como sea posible, el código de conducta y cualesquiera otras políticas y procedimientos de cumplimiento de la FCPA del comprador, así como cualesquiera otras leyes anticorrupción que resulten de aplicación.
- (3) Impartir a los administradores, directivos y empleados de las sociedades o negocios recientemente adquiridos o absorbidos y, cuando proceda, a los agentes y socios comerciales, formación sobre la FCPA y cualquier otra normativa anticorrupción que resulte de aplicación, así como sobre el código de conducta y políticas y procedimientos de cumplimiento de la FCPA de la compañía.
- (4) Llevar a cabo una auditoría específica sobre aplicación de la FCPA en todas las empresas recién adquiridas o absorbidas tan pronto como sea factible.
- (5) Comunicar cualquier pago irregular detectado durante del proceso de auditoría de las entidades recientemente adquiridas o absorbidas.

Las autoridades estadounidenses valorarán positivamente a las empresas que lleven a cabo estas acciones e incluso, de concurrir las circunstancias apropiadas para ello, descartarán el inicio de acciones legales contra las mismas.⁴⁵

3.1. Llevar a cabo una meticulosa auditoría de riesgos con carácter previo a la adquisición

A pesar de que la FCPA no establece como eximiente de responsabilidad la realización de “auditorías,” los compradores que lleven a cabo una auditoría adecuada sobre el cumplimiento de la FCPA por parte de la target podrán demostrar a las autoridades estadounidenses su compromiso con el cumplimiento de la normativa; cuestión que, a menudo, es tomada en consideración si surgen problemas con posterioridad al cierre.⁴⁶ La realización de una auditoría de la target, antes de la firma del contrato de compraventa, permitirá igualmente al potencial comprador valorar nuevamente una operación o dar por terminada la misma si se detectan problemas significativos en materia de corrupción. Por tanto, una auditoría efectiva previa a la adquisición, no solo ayuda a mitigar riesgos legales; sino que también permite al potencial comprador valorar con mayor precisión la target. Adicionalmente, los resultados de la auditoría pueden facilitar al potencial comprador argumentos para negociar ajustes en el precio o la inclusión de una indemnización específica y la creación de un depósito en garantía destinados a cubrir riesgos en materia

45 Guía Práctica, cit., p. 29.

46 Guía Práctica, cit., p. 62.

anticorrupción.⁴⁷ En última instancia, una auditoría minuciosa es un elemento clave de una estrategia más amplia de mitigación de riesgos; y de efectuarse correctamente, puede neutralizar los altos costes y riesgos reputacionales asociados a la infracción de la FCPA por parte de las sociedades recientemente adquiridas o absorbidas.

Un proceso eficaz de auditoría no es solo de vital importancia para detectar posibles infracciones de la FCPA; sino que también es un elemento fundamental en una estrategia más amplia, a fin de fijar las pautas a seguir por la target en el proceso de transición hacia los controles internos y manuales de cumplimiento más estrictos.⁴⁸ Dichos controles ayudan a protegerse contra futuras responsabilidades y a asegurar que el proceso de auditoría posterior a la adquisición, complementa adecuadamente su estrategia previa a la adquisición. En consecuencia, durante toda la operación, la auditoría sobre cumplimiento de la FCPA debe tener por finalidad la consecución de una serie de objetivos generales, entre los que se incluye:⁴⁹

- Identificar los riesgos en materia anticorrupción derivados de una operación;
- Confirmar las manifestaciones contractuales sobre anticorrupción;
- Determinar la viabilidad y el coste de implementar medidas de cumplimiento adecuadas después de la adquisición;
- Evaluar si es necesario realizar ajustes en la plantilla, los contratos, los mercados en los que opera o en sus relaciones con terceros;
- Comunicar a los directivos y trabajadores de la target la existencia de un compromiso de cumplimiento de la FCPA; y
- Documentar cualquier actuación de buena fe adicional de auditoría y cumplimiento.

Conforme a lo dispuesto en el apartado III C siguiente, “Casos recientes de la FCPA en relación con la auditoría en operaciones de M&A,” si el comprador opta por realizar la operación a pesar de que la auditoría haya puesto de manifiesto la existencia de actividades ilícitas en la target o si no le es posible detectar, interrumpir o subsanar tales conductas, dicho comprador podría ser objeto de acciones legales por incumplimiento de la FCPA.

La auditoría sobre cumplimiento de la FCPA es de vital importancia para toda empresa o emisor estadounidense (incluyendo emisores extranjeros cuyos ADR cotizan en una bolsa estadounidense) que participa en operaciones

47 *Id.*

48 COOK, R. Christopher, *La realización de auditorías legales anticorrupción de forma efectiva en fusiones y adquisiciones*, Jones Day Commentary, 20 de marzo de 2013.

49 COOK, *La realización de auditorías legales anticorrupción de forma efectiva en fusiones y adquisiciones*, cit.

de fusiones y adquisiciones trasfronterizas y, en particular, cuando la target se encuentra en un país considerado de “alto riesgo” desde el punto de vista anticorrupción u opera frecuentemente en el extranjero.⁵⁰ La identificación de las jurisdicciones de “alto riesgo” puede requerir la consulta de fuentes independientes, tales como el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional (CPI). El CPI define, de forma amplia, la corrupción como “el abuso del poder público para el beneficio privado” y clasifica a los países según “sus niveles de percepción de corrupción, en función de las valoraciones de expertos y encuestas.”⁵¹ Por ejemplo, muchos mercados emergentes obtienen puntuaciones muy bajas en el CPI: Brasil, Venezuela, Argentina, Bolivia, China, Rusia, India y México son solo algunos de los países más significativos considerados actualmente como áreas con alto riesgo de corrupción.⁵²

A parte de consideraciones basadas en la localización de las operaciones, determinados sectores se consideran de “alto riesgo” desde el punto de vista de anticorrupción. Por ejemplo, se han producido numerosas acusaciones por infracción de la FCPA contra operadores en sectores como la construcción, contratos militares, energía, salud, minería, telecomunicaciones y transporte. Históricamente, eran sectores altamente regulados que, a menudo, contaban con escasas medidas de prevención de la corrupción y la combinación entre una regulación profusa del comercio local con la escasez de medidas de prevención dio lugar a la proliferación de situaciones en las que podían producirse sobornos.⁵³ Por ejemplo, la industria farmacéutica china es un sector altamente regulado en el que las autoridades de ese país fijan los márgenes de precios para todos los operadores del mercado; sin embargo, se considera un sector en el que existe, de forma generalizada, corrupción por parte de los médicos chinos que exigen sobornos para prescribir medicamentos.⁵⁴ Incluso dentro de estos sectores de “alto riesgo”, el nivel de riesgo puede variar en

50 BLOOMBERG, *Informes legales de Bloomberg, Fusiones & Adquisiciones*, 29 de septiembre de 2008, Vol.2, N.º 19.

51 TRANSPARENCY INTERNACIONAL, The 2012 corruption perceptions index [Índice de Percepción de Corrupción], Transparency International, 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1jKfe6q>].

52 Otros países en América Latina considerados de alto riesgo en función de su que el CPI actual son Argentina, Bolivia, Colombia, Costa Rica, Cuba, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Guyana, Haití, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Puerto Rico, Surinam y Venezuela.

53 Kroll, Global Fraud Report. Annual Edition 2010/11 [Informe Global de Fraude], Kroll, 2011. [Ver en línea: <bit.ly/1fvdw7j>].

54 Ver, CHINA BRIEFING, *Why Corruption is Inevitable in China's Pharmaceutical Industry* [Por qué la corrupción es inevitable en la industria farmacéutica China], China Briefing, Julio 2013. [Ver en línea: <bit.ly/1dO11ph>]. Adicionalmente, en varios procedimientos por incumplimiento de la FCPA recientes, las Autoridades Estadounidenses han considerado como “funcionarios extranjeros” a doctores que trabajan en hospitales del estado o eran empleados de un sistema médico gestionado por el estado por considerarlos empleados de “instrumentos” gubernamentales.” Ver Sección III(A) (3), *supra*.

función de si la target es de titularidad pública o privada, o bien de si existe algún interés o participación estatal.⁵⁵ Adicionalmente, el riesgo de incumplimiento de la FCPA se incrementa normalmente cuando la target contrata o tiene vínculos estrechos con personal gubernamental, en particular, cuando dichos individuos o personas vinculadas ocupan puestos clave en la dirección, administración u operativa de la target.⁵⁶

Además de identificar y examinar cuidadosamente países y sectores de riesgo, el potencial comprador debe actuar ante los indicios de irregularidad detectados durante la auditoría. Aunque no se trata de un listado completo, a continuación; se incluye una lista de “indicios de irregularidades” que pueden indicar una alta probabilidad de que se estén produciendo infracciones de la FCPA y que, por tanto, exigen un análisis más profundo:

- Investigaciones o infracciones de la FCPA anteriores, así como cualquier otra investigación en materia de corrupción;
- Infracciones anteriores o denuncias relativas a la integridad empresarial u otras infracciones de la normativa local, incluyendo fiscalidad y cumplimiento de obligaciones aduaneras;
- El uso de agentes o terceros a quienes se les paga comisiones u honorarios inusualmente altos sin estar debidamente detallados o documentados, o que exigen condiciones de pago inusuales, tales como pagos en efectivo, o solicitan que los pagos se hagan a un tercero o en cuentas localizadas en jurisdicciones con las que no hay vinculación alguna;
- El uso de agentes o terceros que parecen carecer de las cualificaciones necesarias para llevar a cabo las tareas contempladas en el acuerdo o el uso habitual y frecuente de contactos políticos o gubernamentales en lugar de empleados o personal capacitado para realizar dichas funciones;
- Emplear o contratar a cualquier persona o parte por razón de sus vínculos personales, familiares o profesionales con un funcionario público o uso/contratación de cualquier tercero por recomendación emitida por de un funcionario extranjero;
- Aportaciones a partidos políticos inusualmente altas o frecuentes;
- Pagos a terceros de escasa reputación en el sector o que residen fuera del país de destino de los productos o servicios a suministrar;
- Hacer uso de empresas pantalla (*shell*) u operaciones en efectivo;

55 JONES DAY COMMENTARY, *Resumen de la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero, Resumen sobre los desarrollos más recientes e impacto en el ámbito de las operaciones de M&A*, Jones Day, 4 de febrero de 2013.

56 JONES DAY, *Resumen de la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero*, cit.

- Ausencia de políticas, formación, programas de cumplimiento o códigos de conducta anticorrupción;
- Ausencia de contratos escritos con agentes o socios comerciales, particularmente en los supuestos en los que existen vínculos estrechos con funcionarios públicos y reguladores;
- Cualquier manifestación errónea o falsa, reticencias o ausencia de colaboración de la target en el proceso de auditoría; o
- La reputación del país o del sector o la existencia de precedentes por corrupción.

Una vez que se hayan identificado todos los indicios de irregularidad, a fin de evitar la declaración de responsabilidad solidaria por incumplimiento de la FCPA en operaciones transfronterizas, es necesario efectuar un análisis del perfil de riesgo global de la target para diseñar e implementar una respuesta adecuada ante los indicios de irregularidad identificados.⁵⁷ En general, este proceso conlleva a documentar detalladamente todos los esfuerzos de análisis efectuados, especialmente cuando se analizan posibles incumplimientos de la FCPA. Conforme a lo dispuesto en el apartado III (A)(1), el requisito del conocimiento establecido en la FCPA abarca tanto el conocimiento actual, como la “indiferencia consciente”, “ceguera voluntaria” y la “ignorancia deliberada” sobre el acaecimiento del incumplimiento de la Ley. En consecuencia, todos los indicios de irregularidad deben investigarse pormenorizadamente y solventarse. La solución puede exigir la autodenuncia o la utilización del Procedimiento de Consulta del DOJ (OPR)⁵⁸. Adicionalmente, en caso de detectarse incumplimientos de la FCPA, el potencial comprador debería negociar la inclusión de una regulación contractual adecuada respecto a la target en la correspondiente documentación de la operación, como por ejemplo, requerir la escisión o la clausura de las actividades corruptas, si es que se puede aislar con anterioridad al cierre, la inclusión de indemnizaciones específicas sujetas a auditorías posteriores al cierre o la constitución de un depósito en garantía.

Es fundamental que durante el proceso de auditoría, el potencial comprador no se base únicamente en la información proporcionada por la target o por terceros interesados. En particular, deben verificarse, de forma independiente, los datos y relaciones comerciales relevantes de la target, tales como los con-

CAP. XIII

57 JONES DAY, *Resumen de la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero*, cit.

58 El procedimiento de consulta (“OPR”) “permite a los emisores y empresas nacionales obtener una opinión del Procurador General en relación a si una conducta específica, potencial –no hipotética– se ajusta con la actual política de ejecución del Departamento sobre las disposiciones anticorrupción de la [FCPA].”28 CFR la parte 80. Un OPR solo obliga a las partes que presenten una solicitud. Sin embargo, dada la escasez de resoluciones judiciales que tengan por objeto la FCPA, los OPR proporcionan criterios útiles de orientación a la hora de determinar si es probable que una conducta pueda implicar el inicio de acciones legales por incumplimiento de la FCPA.

tratos de consultoría y agencia, estructura de capital, intereses de los socios o de clientes clave del negocio y cualquier información sobre pagos a terceros.⁵⁹ A pesar de que este proceso puede requerir una inversión inicial significativa, los costes serán probablemente inferiores que los posibles costes sustanciales, daños reputacionales y pérdida de negocio que pudieran derivarse de una investigación por parte de las autoridades estadounidenses.

En situaciones en las que no es posible efectuar una auditoría previa a la adquisición, debe tenerse en cuenta que, en supuestos limitados y justificados, las autoridades estadounidenses no van a iniciar acciones legales contra una sociedad que ha llevado a cabo, con posterioridad a la adquisición, una auditoría minuciosa sobre el cumplimiento de la FCPA. Por ejemplo, en el OPR 08-02, el DOJ declaró que no procesaría a Halliburton, quien no pudo llevar a cabo una auditoría detallada de forma previa a la adquisición de una compañía británica debido a las restricciones legales del Reino Unido, pero que proporcionó un plan de trabajo detallado de 180 días⁶⁰ por medio del cual se llevaría a cabo un análisis profundo del cumplimiento de la normativa anticorrupción de la target y se informaría al DOJ de forma periódica sobre los resultados de la misma.⁶¹ Asimismo, es importante señalar que, en la *Guía Práctica*, las autoridades estadounidenses establecen que los últimos pasos en toda operación consisten en una auditoría específica sobre cumplimiento de la FCPA y la puesta en conocimiento dichas autoridades sobre cualquier pago irregular detectado.

3.2. Pasos posteriores a la adquisición

Las autoridades estadounidenses consideran que a llevar a cabo una auditoría meticulosa con carácter previo a la adquisición y responder ante los indicios de irregularidad detectados, no son por sí solos suficientes para eliminar la posible responsabilidad solidaria del adquirente. Por el contrario, el

- 59 JONES DAY, *Desarrollo de M&A y la SEC: Consejos de práctica para la temporada de transacciones y Proxy*, Jones Day, 15 de noviembre de 2012.
- 60 En el OPR de Halliburton, el Departamento de Justicia caracteriza la propuesta de la siguiente manera: "Halliburton declara que, a la luz de las restricciones anteriores, hacen caso de efectuarse una oferta adicional exitosa que resulte en la adquisición de la target, propone aplicar el siguiente plan con posterioridad al cierre..." (DEPARTMENT OF JUSTICE U.S., *Foreign Corrupt Practices Act Review* [Comunicado de prensa sobre el procedimiento de consulta al Departamento de Justicia, sobre la revisión de la FCPA], Virginia, 13 de junio de 2008, [Ver en línea: <1.usa.gov/1h4eIAT>].) Por desgracia, a diferencia del Procedimiento de consulta de la SEC, al parecer el Departamento de Justicia no publicó el documento presentado por Halliburton al tiempo de solicitar el OPR. En consecuencia, no está claro si Halliburton propuso o negoció el plan post-cierre. Sin embargo, la conclusión de este OPR, que fue formalizado posteriormente en algunos aspectos en la Guía Práctica de la FCPA, es que una auditoría meticulosa posterior al cierre es una forma efectiva de mitigar el riesgo de responsabilidad solidaria por parte de una sociedad adquirente.
- 61 DEPARTMENT OF JUSTICE U.S. *Foreign Corrupt Practices Act Review*, cit., [Ver en línea: <1.usa.gov/1h4eIAT>].

adquirente, con posterioridad a la adquisición, debe (1) asegurarse de que las sociedades recientemente adquiridas o absorbidas cumplan, tan pronto como sea posible, el código de conducta y cualesquiera otras políticas y procedimientos de cumplimiento de la FCPA del comprador, así como cualesquiera otras leyes anticorrupción que resulten de aplicación; (2) impartir a los administradores, directivos y empleados de las sociedades o negocios recientemente adquiridos o absorbidos y cuando proceda, a los agentes y socios comerciales, formación sobre la FCPA y otras leyes anticorrupción que resulten de aplicación, así como sobre el código de conducta y políticas y procedimientos de cumplimiento de la compañía; (3) llevar a cabo una auditoría específica sobre la aplicación de la FCPA a todas las empresas recientemente adquiridas o absorbidas, tan pronto como sea factible; y (4) comunicar cualquier pago irregular detectado durante el proceso de auditoría de las entidades recientemente adquiridas o absorbidas. Las autoridades estadounidenses valorarán positivamente a las empresas que lleven a cabo estas acciones, e incluso, de concurrir las circunstancias apropiadas para ello, las autoridades estadounidenses pueden llegar a descartar el inicio de acciones legales contra las mismas.⁶²

Como se expondrá con más detalle en la Sección IV (B), con posterioridad a la adquisición, el comprador puede mitigar los ilícitos cometidos por la target con anterioridad a la adquisición asegurándose de que su plan de atenuación de riesgos se basa en su estrategia previa a la adquisición. Dependiendo del nivel de riesgo detectado durante la auditoría previa a la adquisición, un plan posterior a la adquisición puede implicar cualquier actuación, desde el establecimiento de requisitos relativos a los procedimientos de cumplimiento y regularización hasta la obtención de nuevas certificaciones de cumplimiento de la FCPA por parte de sus empleados clave y socios comerciales. Al igual que con la auditoría previa a la adquisición, la estrategia posterior al cierre debe fundamentarse en los riesgos detectados y ser proporcional a la importancia y alcance de la operación. Asimismo, debe perseguir garantizar que los procedimientos de supervisión y auditoría sean suficientes y se centren en la detección de cualquier incumplimiento de la FCPA.⁶³

CAP. XIII

3.3. Casos recientes de la FCPA en relación con la auditoría en operaciones de M&A

La presente guía se ha elaborado según los comunicados de prensa sobre los Procedimientos de Consulta (OPR)⁶⁴ y en los procedimientos interpuestos por las autoridades estadounidenses en relación con infracciones de la FCPA en operaciones de M&A. El análisis de los asuntos relativos a la responsabilidad solidaria en los últimos diez años demuestra claramente el riesgo potencial al

62 Guía Práctica, cit., p. 29.

63 *Llevar a cabo una auditoría legal efectiva en fusiones y adquisiciones, supra* nota 40.

64 Ver explicación de OPR, *supra* nota 52.

que se enfrentan los compradores en U.S. En tres casos de responsabilidad solidaria, las autoridades estadounidenses no acusaron a los adquirentes por irregularidades previas a la adquisición y en dos si lo hicieron. En estos casos, se analizó si la sociedad adquirente había detectado, interrumpido y subsanado la conducta de la target. Cuando la respuesta a estas preguntas fue afirmativa, las autoridades estadounidenses no procesaron a la sociedad adquirente. En cambio, cuando la respuesta a estas preguntas fue negativa, las autoridades estadounidenses acusaron al adquirente por violación de la FCPA.

1. Los OPR destacan la importancia de realizar una auditoría minuciosa de cumplimiento de la normativa anticorrupción, así como de actuar adecuadamente ante los riesgos de detectados.

Los tres OPR que se describen a continuación subrayan lo que las autoridades estadounidenses consideran una adecuada auditoría y actuación apropiada ante los indicios de irregularidad.

Primero, en el OPR 2001-01, el DOJ mencionó que emprendería acciones legales contra una empresa estadounidense que constituyó una *joint venture* junto con una empresa francesa sujeto a la condición de que, entre otras afirmaciones, la compañía francesa manifestase y garantizase que no había operaciones no reveladas que violaran cualquier ley anticorrupción, pudiendo la empresa estadounidense resolver la *joint venture* en caso de que dicha manifestación resultara ser falsa.⁶⁵

Segundo, en el OPR 2003-01, el DOJ estableció que no emprendería acciones legales en contra de un adquiriente, cuando el adquirente haya comunicado la irregularidad y se comprometa a:

- (1) Cooperar (i) con las autoridades estadounidenses en sus respectivas investigaciones sobre pagos anteriores y (ii) cooperar con las autoridades extranjeras encargadas de aplicar la ley;
- (2) Asegurarse de que todos los empleados o directivos de la target que hicieron o autorizaron pagos irregulares a funcionarios extranjeros fueran sancionados apropiadamente;
- (3) Poner en conocimiento del DOJ cualquier pago adicional por parte de la target o sus filiales a funcionarios extranjeros que detecte después de la adquisición y que haya sido previo a la adquisición;
- (4) Extender a la target su programa de cumplimiento. Dicho programa de cumplimiento será modificado si es necesario, para asegurar que está razonablemente diseñado para detectar y prevenir, a través de la formación e información, incumplimientos de la FCPA y de las leyes extranjeras anticorrupción; y

65 Ver, OPR del DOJ, FCPA 2001-01, 24 de mayo de 2001. [Ver en línea: <1.usa.gov/1mLgfOh>].

(5) Asegurarse de que la target implementa sistemas internos de control y cumple con sus obligaciones de llevanza de su contabilidad.⁶⁶

En un tercer OPR, varios fondos de inversión estaban interesados en comprar un negocio y celebraron un contrato preliminar con ese fin el 16 de octubre de 2003.⁶⁷ El contrato incluía una disposición para llevar a cabo, de forma conjunta, una revisión del cumplimiento de la normativa FCPA por parte de la target.⁶⁸ Los fondos de inversión declararon que habían llevado a cabo una revisión muy extensa de la target, incluyendo la contratación de abogados independientes, quienes dedicaron miles de horas a la revisión de millones de documentos y entrevistando a varios empleados y antiguos empleados de la target. Los fondos también contrataron a peritos, quienes viajaron a muchos países donde la target tenía negocios, analizaron cientos de miles de transacciones y redactaron numerosos informes.⁶⁹ Los fondos de inversión cumplieron efectivamente los cinco pasos que se describen en la *Guía Práctica*.⁷⁰ El 6 de julio de 2004, el DOJ declaró a la target culpable por infracciones de la FCPA y, una semana después, anunció que no tenía intención de tomar acciones legales en contra de los fondos de inversión.⁷¹ Este resultado pone de relieve la importancia de realizar una auditoría de riesgos de forma previa a la adquisición y del cumplir con los pasos de la *Guía Práctica* cuando se esté considerando realizar una fusión o adquisición.

2. Tres casos en los que la sociedad adquirente no fue procesada porque la conducta ilícita de la target se identificó, se interrumpió y se subsanó.

Con anterioridad a la adquisición por parte de General Electric Company (“GE”) de InVision Technologies Inc. (“InVision”), en una sociedad cotizada con sede en California, las empresas detectaron, a través de la conducta de ciertos empleados, que “InVision” estaba al tanto de que era altamente probable de que sus agentes o distribuidores en Tailandia, China y Filipinas habían pagado u ofrecido pagar dinero a funcionarios extranjeros o partidos políticos en relación con las operaciones u ofertas realizadas por InVision para suministrar sus máquinas de control de seguridad aeroportuaria.⁷² Antes de que se cerrara la

CAP. XIII

66 OPR del DOJ, FCPA 2003-01, 15 de enero de 2003. [Ver en línea: <1.usa.gov/1lo1xKg>]

67 Ver OPR del DOJ, FCPA 2004-02, 12 de julio de 2004. [Ver en línea: <1.usa.gov/1pOIGKc>]

68 Ver *íd.*

69 Ver *íd.*

70 Ver *íd.* Ver también la sección VI, supra.

71 Ver *íd.*

72 Ver DEPARTMENT OF JUSTICE U.S., *Invision Technologies, Inc. Enters into agreement*

adquisición, las empresas comunicaron de forma voluntaria los resultados de la investigación interna a las autoridades estadounidenses y alcanzaron acuerdos con dichas autoridades.⁷³ InVision admitió las alegaciones en la exposición de los hechos, pagó una multa de \$800,000 y acordó seguir cooperando con las autoridades estadounidenses. GE alcanzó un acuerdo de un año de vigencia con el DOJ a cambio de que dicho órgano no procesase a GE; por otro lado, GE acordó (i) incorporar a InVision a su programa de cumplimiento de la normativa FCPA y contratar a un consultor independiente para evaluar la eficacia de los esfuerzos de GE, (ii) hacer que InVision cumpla con los términos del acuerdo de no enjuiciamiento alcanzado con el DOJ, (iii) aceptar las declaraciones de hechos en el acuerdo de InVision y abstenerse de contradecir el acuerdo, y (iv) continuar cooperando con las autoridades estadounidenses en la investigación en curso.⁷⁴ Por lo tanto, mediante la comunicación de la posible irregularidad de la target y la suscripción de incluir al cliente dentro del régimen de cumplimiento con la FCPA, la sociedad adquirente evitó su responsabilidad solidaria.

Del mismo modo, la detección y comunicación de las conductas irregulares previas a la adquisición permitió a Monsanto Company (“Monsato”) evitar la responsabilidad solidaria. Delta & Pine Land Company (“Delta & Pine”) y su filial totalmente participada eran “asuntos nacionales” (*domestic concerns*) bajo la FCPA. En julio de 2007, pagaron \$300,000 para resolver las acusaciones sobre los pagos de sobornos por parte de la filial a funcionarios turcos, con el fin de obtener permisos comerciales para operar en Turquía.⁷⁵ La demanda de la SEC alega que los pagos irregulares se iniciaron en 2004 y “no cesaron hasta 2006, cuando los pagos salieron a la luz en el proceso de auditoría realizado por un potencial adquirente de Delta & Pine.”⁷⁶ Monsato, la empresa adquirente, no fue procesada por una conducta de la target previa a la adquisición.⁷⁷

with the United States [InVision Technologies celebra un acuerdo con los Estados Unidos], Comunicado de Prensa del DOJ N.º 04-780, Virginia, 6 de diciembre de 2004. [Ver en línea: <1.usa.gov/1pONzTM>].

73 DEPARMENT OF JUSTICE U.S., *Invision Technologies, Inc. Enters into agreement with U.S.*, cit., [Ver en línea: <1.usa.gov/1pONzTM>].

74 DEPARMENT OF JUSTICE U.S., *Invision Technologies, Inc. Enters into agreement with U.S.*, cit., [Ver en línea: <1.usa.gov/1pONzTM>].

75 Ver SEC, *Delta & Pine and Turk Deltapine Agree to Pay a \$300,000 Penalty to Settle FCPA Charges* [Delta & Pine Land Company y Turk Deltapine acuerdan pagar una multa de \$300,000 para acordar cargos bajo, Comunicado de litigio], SEC N.º 20214, Washington, 26 de julio de 2007. [Ver en línea: <1.usa.gov/1goS28k>].

76 SEC vs. *Delta & Pine Land Company*, 1:07-cv-01352, D.D.C., Washington, 25 de julio de 2007, Queja 10.

77 Ver SEC, *Delta & Pine and Turk Deltapine Agree to Pay a \$300,000 Penalty to Settle FCPA Charges*, cit., [Ver en línea: <1.usa.gov/1goS28k>].

Del mismo modo, Johnson Controls Inc. (“Johnson Controls”) pudo evitar su responsabilidad solidaria tras adquirir York International Corporation (“York”), también un asunto nacional, al detectar y comunicar la conducta irregular a las autoridades estadounidenses previamente a la adquisición.⁷⁸ Johnson Controls adquirió York en 2005 y las autoridades estadounidenses alegaron que, con anterioridad a su adquisición, una filial de York International pagó sobornos y comisiones ilegales a funcionarios del gobierno de China, Emiratos Árabes Unidos, India, Irak y Nigeria, con el objetivo de asegurarse la adjudicación de proyectos gubernamentales.⁷⁹ Ni el DOJ ni la SEC procesaron a Johnson Controls por la conducta de York previa a la operación; sin embargo, el acuerdo de enjuiciamiento diferido de York suscrito con el DOJ requirió que Johnson Controls adoptara nuevos procedimientos de control interno o modificara los existentes en relación con, entre otros temas, la realización de auditoría adecuadas respecto a los agentes y socios comerciales.

3. Derivación de responsabilidad solidaria cuando el adquirente no interrumpe y subsana las conductas irregulares de la target.

En dos casos del 2009 estaban involucradas empresas que no lograron detectar, interrumpir y subsanar, con posterioridad a la adquisición, tramas de soborno.

La SEC descubrió que, después de que Avery Denison Corporation (“Avery”) adquiriera una compañía en junio de 2007, los empleados de la empresa adquirida continuaron realizando pagos irregulares de cuantías menores a funcionarios de aduanas y otros funcionarios en varios países extranjeros. Del mismo modo, a Halliburton Company (“Halliburton”) se le consideró responsable solidario por efectuar una auditoría insuficiente con carácter previo a la adquisición de Dresser Industries, Inc. (“Dresser”) en septiembre de 1998. Una de las filiales totalmente participadas de Dresser era Kellogg Brown & Root LLC (“KBR”)⁸⁰. KBR, a través de sus compañías predecesoras, era

CAP. XIII

78 Ver DEPARTMENT OF JUSTICE U.S., *Justice Department Agrees to Defer Prosecution of York International Corporation in Connection With Payment of Kickbacks Under the U.N. Oil For Food Program* [El Departamento de Justicia acuerda diferir la persecución de York International Corporation en relación con pagos de mordidas bajo el programa de petróleo por comida de la ONU], Comunicado de Prensa del DOJ N.º 07-783, Virginia, 1 de octubre de 2007, [Ver en línea: <1.usa.gov/1k089kT>].

79 Ver SEC, *SEC Files Settled Foreign Corrupt Practices Act Charges Against York International Corporation For Improper Payments to UAE Officials, to Iraq Under the U.N. Oil for Food Program, and to Others - - Company Agrees to Pay Over \$12 Million and to Retain an Independent Compliance Monitor* [SEC presenta cargos acordados de la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero en contra de York Int'l Corp.], SEC N.º 20319, Washington, 1 de octubre de 2007. [Ver en línea: <1.usa.gov/1q6PKCb>].

80 Ver SEC, *SEC Charges KBR and Halliburton for FCPA Violations* [SEC acusa a KBR y

miembro “de una *joint venture* de cuatro compañías que obtuvo contratos de construcción con un valor superior a los \$6 mil millones de dólares.”⁸¹ La SEC alegó que, desde 1994, los miembros de la *joint venture* sobornaron a funcionarios nigerianos para obtener contratos de construcción y ocultaron los pagos irregulares a través de la falsa participación de la *joint venture* en contratos con agentes que canalizaban los sobornos a funcionarios nigerianos.⁸² Asimismo, en su demanda, la SEC alegaba que la trama de sobornos duró desde 1998 hasta 2006 y, por lo tanto, que los controles internos, tanto de KBR como de Halliburton, “fallaron al no detectar o prevenir el soborno, y que se falsificó la contabilidad de Halliburton como resultado de la trama de sobornos.”⁸³ Con el fin de resolver las investigaciones paralelas de las autoridades estadounidenses, Halliburton y KBR pagaron conjuntamente \$559 millones en sanciones tanto penales como civiles.⁸⁴

4. ATENUACIÓN DE RIESGOS EN TRANSACCIONES DE M&A

4.1. Llevar a cabo una investigación para determinar la magnitud del problema

Una vez que un potencial comprador detecta infracciones de la FCPA, el siguiente paso consiste en realizar una investigación interna para determinar la extensión o generalización de la infracción, así como la magnitud del riesgo

Halliburton por violaciones a la FCPA], SEC 2009-23, Washington, 11 de febrero de 2009. [Ver en línea: <1.usa.gov/1mLhEVa>].

81 SEC, *SEC Charges KBR and Halliburton for FCPA Violations*, cit., [Ver en línea: <1.usa.gov/1mLhEVa>].

82 SEC, *SEC Charges KBR and Halliburton for FCPA Violations*, cit., [Ver en línea: <1.usa.gov/1mLhEVa>].

83 SEC, *SEC Charges KBR and Halliburton for FCPA Violations*, cit., [Ver en línea: <1.usa.gov/1mLhEVa>].

84 Los dos agentes utilizados por la *joint venture* fueron extraditados a Estados Unidos y se declararon culpables. Como parte de su declaración de culpabilidad, Jeffrey Tesler, uno de los dos agentes que sobornaron a funcionarios nigerianos, accedió a un decomiso de \$149 millones y fue condenado a 21 meses de cárcel en una prisión federal. (MAIN JUSTICE, *Tesler Gets 21 months For FCPA Violations* [Tesler obtiene 21 meses por violaciones de la FCPA], EY, 23 de febrero 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1mLhOfh>].) El otro agente, Wojciech Chodan, accedió a un decomiso de \$700.000 dólares y fue condenado a un año de libertad condicional sin supervisión (CASSIN, Richard L. *A Survey Of FCPA Sentences* [Estudio de las Sentencias de la FCPA], El Blog FCPA, 28 de febrero 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1CEyh5>]). El ex director general de KBR, Jack Stanley, se declaró culpable, fue sentenciado a 30 meses de cárcel en una prisión federal y fue obligado a pagar \$10,8 millones en multas. (*Ver U.S. vs Albert Jackson Stanley*, Sentencia Penal 4:08 CR00597 -001. [Ver en línea: <1.usa.gov/1mLi8dQ>]).

adicional de pérdida de valor.⁸⁵ Una investigación interna permite que el potencial comprador evalúe los costes y beneficios de continuar con la transacción en lugar de terminar con las negociaciones y abandonar la operación por completo; ya que es probable que el valor de la target para el potencial comprador disminuya debido a posibles infracciones de la FCPA, si el comprador puede anticipar de forma razonable que en un futuro puede ser objeto de acciones legales por incumplimiento de la FCPA.

4.2. Considerar si la comunicación con las autoridades estadounidenses es necesaria

Ya sea durante o después de la investigación interna, las partes deben considerar y discutir si ponen en conocimiento de las autoridades estadounidenses las infracciones detectadas. Como se analiza en la sección final de este artículo, “la posibilidad de cooperar con el gobierno y la atenuación de las penas puede proporcionar incentivos para la autoinculpación.”⁸⁶ En el desarrollo de un plan de acción, las partes harían bien en considerar el riesgo de que un empleado se presente como denunciante (*whistleblower*) antes de que hayan tenido tiempo para desarrollar un plan para abordar y subsanar la infracción.

4.3. Reexaminar los documentos de la transacción para proteger al adquirente de las conductas de la target previas a la transacción

Después de que el potencial comprador ha evaluado el riesgo de pérdida de valor atribuido a la infracción o potencial infracción, el comprador también puede tratar de protegerse contra la pérdida de valor al volver a examinar el contrato de compraventa. El contrato de compraventa sirve como una herramienta de asignación y tratamiento del riesgo anterior a la detección de infracciones de la normativa anticorrupción posteriores al cierre. Es una práctica común que los contratos de compraventa contengan representaciones y garantías en materia de cumplimiento de la FCPA, por medio de las cuales la target declara que no ha participado en conductas que puedan infringir la FCPA. A continuación, se muestra un ejemplo de una representación relativa al cumplimiento de la FCPA:

Ni la Sociedad ni ninguna de sus Filiales (incluyendo ninguno de sus ejecutivos, directores, agentes, distribuidores, empleados o, según el conocimiento de la Sociedad, ninguna otra persona asociada con o que actúe en su nombre) ha realizado, directa o indirectamente, acción alguna que tenga como consecuencia que la Sociedad esté en situación de infringir la Ley de

85 “Solicitar que la target lleve a cabo una investigación interna es fundamental para determinar la magnitud de cualquier problema con anterioridad al cierre.” Auditoría anticorrupción en operaciones de M&A transfronterizas, *supra* nota 33.

86 Auditoría anticorrupción en operaciones de M&A transfronterizas, *supra* nota 33.

Prácticas Corruptas en el Extranjero de 1977, según haya sido modificada, o cualquier norma o regulación establecida en la misma o cualquier otra Normativa anticorrupción similar aplicable a la Sociedad y, la Sociedad no tiene Conocimiento de que alguna de sus Filiales en cualquier jurisdicción fuera de los Estados Unidos (en cada caso, en vigor en el momento en que dicha acción tiene lugar) (colectivamente la “FCPA”), haya usado sus fondos para realizar aportaciones irregulares, regalos, sufragar actividades de ocio y entretenimiento o incurrido en otros gastos irregulares relacionados con actividades políticas; o haya realizado, ofrecido o autorizado algún pago irregular a funcionarios o empleados públicos nacionales o extranjeros, ya sea directa o indirectamente; o haya realizado, ofrecido o autorizado sobornos, descuentos, participaciones tráfico de influencias, cobro de comisiones u otros pagos irregulares similares, ya sea directa o indirectamente.⁸⁷

Téngase en cuenta que la definición de “Conocimiento de la Sociedad” que se usa en la cláusula relativa al cumplimiento de la FCPA puede ser diferente de aquella utilizada para otras declaraciones contenidas en el contrato. La definición utilizada en la manifestación sobre cumplimiento de la FCPA debe tener en cuenta los requisitos de conocimiento establecidos en la FCPA y referidos en la Sección III (A) (1) de la presente guía. Hay que tener en cuenta que la detección de una infracción de la legislación anticorrupción durante el proceso de auditoría puede exigir modificaciones específicas al ejemplo anterior y que se refleje en los anexos del contrato la existencia de cualquier infracción o posibles contingencias en relación con la FCPA de los que la target tenga conocimiento. El riesgo derivado de la detección de una infracción también puede dar lugar a una renegociación o a la inclusión de otro tipo de estipulaciones en el contrato. Las cláusulas de anticorrupción que se mencionan a continuación buscan proteger al comprador y atribuir al vendedor los costes derivados de la infracción detectada, de su comunicación a las autoridades estadounidenses (*disclosure*) y de los esfuerzos del potencial comprador para intentar subsanar dicho incumplimiento.

En particular, un potencial comprador puede intentar ampliar el régimen de indemnización existente en el contrato propuesto o incluir una cláusula de indemnización específica destinada a cubrir los posibles daños derivados de las infracciones de la FCPA. Además y debido a que las infracciones de la FCPA pueden atribuirse en ocasiones a ciertos individuos o departamentos concretos dentro de la target, las partes pueden negociar la modificación o terminación de los contratos de trabajo o prestación de servicios de dichas personas. Además, a la vista de los numerosos costes de administración y regularización de infracciones de las leyes anticorrupción, entre otros acuer-

87 SEC; *Acuerdo y plan de fusión por y entre Salesforce.com, Inc., Bullseye Merger Corporation, Buddy Media, Inc. y Shareholder Representative Services LLC como representante de los accionistas*, Washington, 3 de junio de 2012. [Ver en línea: <1.usa.gov/1pSbO1x>].

dos, el comprador puede insistir en que el vendedor liquide o aísle la división o la rama de actividad de la target afectada por el incumplimiento y ofrecer un precio de compra inferior en caso de continuar con la operación.⁸⁸

Asimismo, las partes pueden modificar sus respectivas obligaciones, las condiciones de cierre, o derechos de resolución contractual a fin de incluir pactos relacionados con las infracciones y la investigación de las mismas. Por ejemplo, en la fusión fallida entre Lockheed Martin y Titan Corporation como consecuencia de la detección de infracciones de la FCPA, las partes modificaron el acuerdo de fusión; a fin de permitir la resolución del contrato en caso de que Titan incumpliera con alguno de los siguientes compromisos relacionados con las infracciones de la FCPA descubiertas:⁸⁹

- (a) La Sociedad se compromete y acepta realizar todos los esfuerzos comercialmente razonables para obtener una resolución final y/o un acuerdo transaccional entre la Sociedad y sus Filiales con el CD DOJ, la SEC, el Departamento de Defensa de los Estados Unidos y el Departamento de Estado, en relación con todos los asuntos derivados de o que traigan causa en (A) las denuncias por infracciones de la ley aplicable como consecuencia de los pagos efectuados, o los objetos de valor entregados, por consultores o representantes de la Sociedad o de sus Filiales a funcionarios extranjeros, o (B) las denuncias por incumplimiento de las obligaciones contables y de registro y de control interno establecidas en la legislación aplicable (las denuncias de las cláusulas (A) y (B) anteriores, conjuntamente, las “Presuntas Infracciones de la FCPA”), cuya resolución final y/o acuerdo transaccional puede incluir:
 - (i) una declaración o confirmación por escrito del CD DOJ considerando que la investigación de las Presuntas Infracciones de la FCPA ha finalizado respecto a la Sociedad y sus Filiales y que no tiene intención de iniciar ninguna acción legal contra la Sociedad o sus Filiales por las Presuntas Infracciones de la FCPA, o la emisión de una sentencia condenatoria firme por el juez tribunal del

88 Por ejemplo: en la fusión entre Syncor International Corporation y Cardinal Health, Inc. en 2002, las partes modificaron el acuerdo de fusión para reducir el tipo de canje después de que la auditoría revelase que directivos de la filial extranjera de Syncor habían realizado pagos irregulares con la finalidad de obtener o conservar un negocio. Ver comunicado de prensa, SEC, *Cardinal Health and Syncor announce amended merger agreement* [Cardinal Health y Syncor anuncian la modificación del acuerdo de fusión], Washington, 3 de diciembre de 2004, [Ver en línea: <1.usa.gov/PI1Ji7>]. Ver también CASSIN, Richard L., *Syncor's Founder Settles FCPA Charges With The SEC* [Fundador de Syncor alanza acuerdo transaccional con la SEC por infracciones de la FCPA], El Blog FCPA, Virginia, 1 de octubre de 2007. [Ver en línea: <bit.ly/1fNj2yQ>].

89 Ver SEC, *Amendment N.^o 3 to agreement and plan of merger* [Modificación N.^o 3 al contrato y plan de fusión entre Lockheed Martin Corporation, LMC Sub One, Inc. y The Titan Corporation], Washington, 15 de septiembre de 2003. [Ver en línea: <1.usa.gov/1fNj61J>].

distrito de los Estados Unidos de conformidad con la Ley Federal de Enjuiciamiento Criminal 32 (k) u otras normas que resulten de aplicación contra la Sociedad o a cualquiera de sus Filiales como consecuencia de la aceptación de su culpabilidad y de un acuerdo de culpabilidad con los Estados Unidos conforme a la Ley Federal de Enjuiciamiento Criminal 11 (c) u otra normativa aplicable;

- (ii) emisión de una orden pactada de cese y desistimiento (*settled cease-and-desist order*) emitida por la SEC de conformidad con la Sección 21C de la Ley del Mercado de Valores (*Exchange Act*) y que puede incluir la presentación por la SEC de una acción civil consentida en un tribunal de distrito de los Estados Unidos en la cual la Sociedad muestre su conformidad con una sentencia relacionada o derivada de las Presuntas Infracciones de la FCPA;
- (iii) la firma de un acuerdo con, o la recepción de cualquier otra confirmación por escrito de, la autoridad competente para inhabilitar a la Sociedad o a cualquiera de sus Filiales como consecuencia de las Presuntas Infracciones de la FCPA en la que de dicha autoridad declare que la inhabilitación de la Sociedad o cualquiera de sus Filiales es contraria a los intereses de los Estados Unidos de conformidad con el Reglamento Federal de Adquisiciones subparte 9.406-1, 48 C.F.R. § 9.406-1, y/o en caso de que se emita una sentencia penal por la que se condene a la Sociedad o a cualquiera de sus Filiales, la emisión de una orden pactada de cese y desistimiento por la SEC contra la Sociedad o la ausencia de impugnación por la Sociedad de un sentencia derivada del inicio por parte de la SEC de acciones civiles en relación con, o como consecuencia de, las Presuntas Infracciones de la FCPA; y
- (iv) la firma de un acuerdo con, o la recepción de una confirmación por escrito de, el Departamento de Estado, Dirección de Controles Comerciales de Defensa (DDTC) por la que la DDTC determine que no va a denegar, revocar, suspender o modificar cualquier licencia u otras aprobaciones, incluyendo solicitudes por parte de la Sociedad o cualquiera de sus Filiales registradas como exportador en el Departamento de Estado, en virtud de 22 U.S.C. § 2778 (g)(4) y 22 C.F.R. §§ 126.7 (a)(4), 127.7 y 127.11, como consecuencia de las Presuntas Infracciones de la FCPA y/o que se dicte sentencia condenatoria contra la Sociedad o cualquiera de sus Filiales en relación con, o como consecuencia de, las Presuntas Infracciones de la FCPA.

Los puntos enumerados en las cláusulas (i) a (iv) anteriores, se denominarán en lo sucesivo, conjuntamente “Resolución FCPA.”

- (b) La Sociedad se obliga a no celebrar ninguno de los contratos, acuerdos judiciales o acuerdos transaccionales contemplados en la Resolución FCPA sin contar con el consentimiento por escrito del Comprador, quien no podrá denegarlo o retrasarlo injustificadamente. A fin de determinar si el Comprador ha denegado o retrasado injustificadamente el otorgamiento del consentimiento solicitado, no se entenderá que el Comprador ha denegado o retrasado injustificadamente dicho consentimiento cuando, teniendo en cuenta cualquiera o todos los contratos, consentimientos, decretos o acuerdos establecidos en la Resolución FCPA, (A) el importe agregado de las multas, sanciones o acuerdos transaccionales realizados o que se vayan a realizar por la Sociedad o cualquiera de sus Filiales resulte sustancialmente adverso para la situación financiera consolidada de la Sociedad, sus activos o su capital social, o (B) dichos contratos, decretos, consentimientos, acuerdos judiciales o acuerdos transacciones incluyan estipulaciones que impongan a la Sociedad o cualquiera de sus Filiales restricciones o limitaciones sustancialmente adversas para su negocio o sus operaciones. A efectos de lo dispuesto en esta Sección 6.23 (b) no tendrán la consideración de restricción o limitación sustancialmente adversa para el negocio o las operaciones de la Sociedad o cualquiera de sus Filiales, los programas de formación, procesos de auditoría, programas de cumplimiento, las obligaciones de información o cualquier otro procedimiento incluidos en el código ético y programa de cumplimiento normativo (*ethics and compliance program*) de la Compradora. La Compradora se obliga a hacer extensivos sus códigos éticos y sus programas de cumplimiento normativo a la Sociedad y sus Filiales con posterioridad al cierre si así lo solicita una Entidad Gubernamental como parte de los requisitos que se deban cumplir a efectos de obtener la Resolución FCPA.
- (c) La Compradora se obliga a realizar sus mejores esfuerzos comercialmente razonables para cooperar y asistir a la Sociedad en la obtención de cualquier Resolución FCPA con cualquier Entidad Gubernamental.

CAP. XIII

Finalmente, Lockheed Martin desistió de la operación cuando Titan no pudo llegar a un acuerdo de asunción de responsabilidad con el DOJ antes de la fecha de cierre. Al opinar sobre los motivos por los que Lockheed abandonó más de un año de negociaciones de una operación de \$2.2 mil millones de dólares, un portavoz de la empresa declaró que “no fue una decisión que [Lockheed Martin] tomó a la ligera”, y que Lockheed Martin “no quería que la incertidumbre que rodeaba la transacción continuara indefinidamente.”⁹⁰ El miedo

90 MERLE, Renae, *Lockheed Martin Scuttles Titan Acquisition* [Lockheed Martin escapa de

de Lockheed a heredar infracciones de la FCPA puede haber sido el resultado de su propia experiencia en infracciones de la FCPA cuando, diez años antes de la potencial operación de Titán, su anterior dueño, Lockheed Corp., “se declaró culpable de conspirar para sobornar a un político egipcio en busca de ayuda en la obtención de un contrato de compra de tres aviones de carga C-130H”.⁹¹

5. DESPUÉS DE CIERRE, CÓMO LOGRAR EL CUMPLIMIENTO DE LA FCPA

Cuando un comprador decide continuar con un proceso de adquisición a pesar de haber detectado incumplimientos de la FCPA, es importante que dicho comprador continúe esforzándose después del cierre para detectar y subsanar cualquier infracción y sus efectos. La importancia de la auditoría postcierre y cumplimiento normativo es doble: primero, como un negocio en marcha, el comprador tiene un interés en asegurar que el negocio adquirido está libre de conductas irregulares que puedan poner en peligro el valor del negocio en el futuro; segundo, porque a menudo las adquisiciones se cierran antes de que el Gobierno adopte una decisión, por lo que el hecho de que un comprador lleve a cabo actuaciones en el periodo posterior a una adquisición, puede demostrar a las autoridades estadounidenses que se están realizando cambios y, por lo tanto, la imputación es innecesaria.

El DOJ y más recientemente la SEC han mostrado su disposición a celebrar acuerdos de no enjuiciamiento (NPA) o acuerdos de enjuiciamiento diferido (DPA) cuando un comprador ha puesto de manifiesto los incumplimientos de la sociedad adquirida, ha cooperado con las investigaciones gubernamentales y ha adoptado las medidas necesarias para implementar un programa de cumplimiento.⁹² En declaraciones realizadas durante la 5^a Conferencia Anual

CAP. XIII
la adquisición de Titan], Washington Post, 27 de junio de 2004. [Ver en línea: <wapo.st/PkedXA>].

91 MERLE, *Lockheed Martin Scuttles Titan Acquisition*, cit., [Ver en línea: <wapo.st/PkedXA>].

92 Un Acuerdo de Enjuiciamiento Diferido (DPA) permite que el Departamento de Justicia presente cargos penales en contra de una empresa –normalmente a través de información penal– pero después debe aplazar el enjuiciamiento efectivo del caso por un periodo de tiempo que suele ser de entre dos y cuatro años. Durante el periodo en que se difiere el enjuiciamiento, se le prohíbe a la empresa incurrir en irregularidades y, por lo general, se ve obligada a aplicar políticas y procedimientos diseñados para prevenir futuras infracciones de la ley. Si la empresa cumple con los términos del DPA, al finalizar el periodo de aplazamiento de enjuiciamiento, el Departamento de Justicia desestimará los cargos. El resultado final para la empresa es una declaración de no culpabilidad, sin antecedentes penales y con un menor número de daños colaterales en comparación con las que tendría con una declaración de culpabilidad o una sentencia condenatoria y los consecuentes antecedentes penales. De forma similar a un DPA, un Acuerdo de No Enjuiciamiento (NPA) es un acuerdo escrito celebrado entre el Departamento de Justicia y una empresa en virtud del cual el Departamento de Justicia se compromete a no presentar cargos penales

de Funcionarios de Finanzas Corporativas, Legales, de Riesgos, Auditoría y de Cumplimiento, el fiscal general adjunto, Lanny Breuer, señaló la postura del DOJ en materia de divulgación y cooperación, indicando:

Si se presenta a las autoridades y coopera plenamente con la investigación, recibirá un reconocimiento significativo por haberlo hecho. Al hablar sobre reconocimiento “significativo”, no estamos prometiendo amnistía por hacer lo correcto. Pero, la autoinculpación mediante la presentación de informes y la cooperación conllevan incentivos significativos, al colaborar con el Departamento, puede que no se le impute cargo alguno, que se alcance un acuerdo de enjuiciamiento diferido, o un acuerdo de no enjuiciamiento, que se produzcan reducciones de condena o impongan multas por debajo de las Directrices.⁹³

Por otra parte, el fiscal general adjunto Breuer señaló que “cada supuesto de hecho es distinto en función de las circunstancias concurrentes” y, por tanto, en cada caso concreto, variará el nivel de flexibilidad o perdón alcanzado, en virtud de las comunicaciones sobre las irregularidades que se hayan mantenido con las autoridades estadounidenses y cooperación.⁹⁴

Además de los cinco pasos establecidos en la *Guía Práctica* para una auditoría efectiva en operaciones de M&A,⁹⁵ los Principios Federales de Enjuiciamiento de Organizaciones Empresariales de la DOJ enumeran los factores

contra la empresa por un periodo determinado de tiempo (entre dos y cuatro años), al igual que en un DPA, –y la empresa se compromete a cumplir con ciertos términos y condiciones durante ese periodo de tiempo. Sin embargo, a diferencia de un DPA, en donde el Departamento de Justicia presenta cargos penales ante el tribunal, en el caso de una resolución de NPA, el Departamento de Justicia no presenta públicamente los documentos de acusación. En consecuencia, no hay registro público del acuerdo. Los términos y condiciones de los NPA varían, pero los más comunes son (1) una multa, (2) la exigencia de que la empresa coopere con una investigación del gobierno en curso, (3) una prohibición de realizar futuras infracciones de la ley por un periodo de tiempo determinado (las empresas tienen siempre prohibido infringir la ley, pero cuando esta prohibición forma parte de un NPA, la posterior infracción, puede suponer que el gobierno procese a la empresa por las conductas que dieron lugar al NPA), (4) la mejora definitiva en los controles internos de la empresa, y/o (5) alguna forma de supervisión gubernamental sobre el cumplimiento de los términos de la NPA por parte de la compañía. Por último, el Departamento de Justicia puede conceder una “declinatoria” y negarse a procesar a la empresa por completo– la mejor solución posible para una persona jurídica demandada.

93 BREUER, Lanny A. *5th Annual Conference for Corporate Financial, Legal, Risk, Audit & Compliance Officers*, [5^a Conferencia Anual de Funcionarios de Finanzas Corporativas, Legales, de Riesgos, Auditoría y de Cumplimiento], División Criminal, Departamento de Justicia de EUA, Washington, 26 de mayo de 2010. [Ver en línea: <1.usa.gov/1pSdg3L>].

94 BREUER, Lanny A. *5th Annual Conference for Corporate Financial, Legal, Risk, Audit & Compliance Officers*, cit., [Ver en línea: <1.usa.gov/1pSdg3L>].

95 JONES DAY. *DOJ/SEC's Resource Guide to the U.S. Foreign Corrupt Practices Act: Jones Day Summary and Analysis* [Guía Práctica del DOJ/SEC sobre la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero], Jones Day, Diciembre 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1edu8Ne>].

que el DOJ tendrá en cuenta antes de iniciar acciones legales por incumplimiento de la FCPA:⁹⁶

- La naturaleza y gravedad de la infracción, incluyendo el riesgo de daño al interés público;
- La perseverancia de actos ilícitos dentro de la sociedad;
- Los antecedentes de la sociedad por conductas irregulares similares;
- La oportunidad y voluntariedad de la comunicación de las irregularidades por parte de la empresa y su voluntad de cooperar;
- La existencia y eficacia de programas de cumplimiento de la sociedad;
- Las acciones correctivas llevadas a cabo por la sociedad;
- La existencia e importancia de las consecuencias accesorias de la infracción;
- La idoneidad de la acusación de las personas responsables, y
- La idoneidad de las acciones legales, tales como acciones legales civiles o regulatorias.

Aunque el DOJ tiene en cuenta diversos factores al momento de decidir si deben perseguirse las infracciones, la mayoría de ellos están fuera del control del comprador. La gravedad de la(s) infracción(es), así como los antecedentes por irregularidades de la target, no se pueden cambiar con posterioridad a la adquisición. Sin embargo, dado que el comprador puede utilizar los recursos que están dentro de su esfera de control para influir en la probabilidad y el alcance de la acusación, básicamente comunicación oportuna y voluntaria y existencia de un programa efectivo de cumplimiento, se ha prestado atención en especial a la sección de la *Guía Práctica* que aborda las medidas correctivas.

Respecto a los programas corporativos de cumplimiento, la *Guía Práctica* hace hincapié en que los programas de cumplimiento del tipo “*marcar la casilla*” pueden ser ineficientes e ineficaces además “los programas de cumplimiento que son eficaces se adaptan al negocio específico de la target y a los riesgos asociados con su negocio.”⁹⁷ Aunque la *Guía Práctica* enfatiza que los programas de cumplimiento deben aspirar a ser dinámicos y evolucionar para hacer frente a los riesgos del negocio, la misma enumera una serie de “Criterios para un Programa Efectivo de Cumplimiento.” La inclusión de es-

96 DEPARTMENT OF JUSTICE U.S. *Principles of Federal Prosecution of Business Organizations* [Principios de Enjuiciamiento Criminal de Personas Jurídicas], Título 9, Capítulo 9-28.000, Virginia. [Ver en línea: <1.usa.gov/OdUUOv>].

97 *Guía Práctica*, cit., pp. 56 y 57.

tos criterios o mejores prácticas ha sido interpretado por algunos como una muestra de que “un programa de cumplimiento que no incluya dichos criterios puede ser visto con escepticismo por el DOJ y la SEC.”⁹⁸ En consecuencia, los compradores actuarían con prudencia si se aseguran de que cualquier programa de cumplimiento normativo puesto en marcha con posterioridad a la adquisición cumple con los requisitos que se describen a continuación.

Un programa efectivo de cumplimiento se caracteriza por:⁹⁹

- Un “tono elevado,” empezando por el consejo de administración y altos directivos, “estableciendo el tono adecuado para el resto de la compañía” y demostrando su compromiso con el cumplimiento normativo;
- Un código de conducta escrito con claridad y concisión que sea accesible para todos los empleados y para todos aquellos que hacen negocios en nombre de la empresa;
- Un alto ejecutivo a quien se le asigne la responsabilidad de supervisar la ejecución y gestión del programa de cumplimiento normativo que igualmente tenga la autonomía y recursos necesarios para garantizar una efectiva ejecución;
- Un protocolo para evaluar, analizar y hacer frente a los riesgos;
- Formación periódica y certificación para todos los administradores, directivos, empleados clave, y (en su caso) agentes y socios comerciales;
- Medidas disciplinarias consistentes y rápidas, aplicadas de un modo inmediato tras las infracciones e incentivos para impulsar una actitud cumplidora;
- Procedimientos y protocolos para evaluar el riesgo de hacer negocios con terceros así como la vigilancia del cumplimiento por parte de esos terceros; y
- Procedimientos y protocolos para informar de forma confidencial acerca de las infracciones o las irregularidades, así como mecanismos para llevar a cabo investigaciones eficientes, responsables y debidamente financiadas.

De lo expuesto anteriormente, se puede concluir que, cuando un comprador lleva a cabo una operación de M&A a pesar de haber detectado infracciones de la FCPA, dicho comprador puede ser acusado por su conducta previa y posterior a la adquisición de la target. Por lo tanto, durante el periodo posterior al cierre, el comprador debe adoptar las medidas necesarias para

98 Guía Práctica, cit., p. 89.

99 Guía Práctica, cit., pp. 56-61.

mitigar el riesgo y el alcance de un potencial procedimiento penal, incluyendo la posibilidad de celebrar NPA y DPA con el gobierno.¹⁰⁰ Si el comprador analiza los factores que el DOJ tiene en cuenta en sus resoluciones, así como los factores que el gobierno considera “característicos” de programas de cumplimiento normativo efectivos, podrá entrar en el periodo posterior al cierre con cierta confianza sobre cuáles son las medidas “correctas” para las autoridades estadounidenses. Dentro de dichos pasos, son clave la comunicación, la cooperación con la investigación del gobierno y el fortalecimiento del programa de cumplimiento normativo existente o la implementación de un programa de dicho programa si este no existía previamente. Dicho programa se debe construir según los “criterios” facilitados por las autoridades estadounidenses a la hora de elaborar los programas efectivos de cumplimiento, sin perjuicio de la necesidad de que dicho programa deba ser dinámico y ser capaz de evolucionar a medida de que los riesgos del negocio cambien. Aunque lo anterior no proporciona una guía pormenorizada para el periodo posterior al cierre, la orientación dada por las autoridades estadounidenses sí proporciona una ruta aproximada de las medidas apropiadas que el adquirente debe tomar en el periodo posterior a la adquisición.

6. CONCLUSIÓN

De acuerdo con la FCPA, el adquirente puede ser considerado responsable de las infracciones de la FCPA cometidas por la empresa adquirida si dichas infracciones fueron relativamente evidentes y el comprador no llevó a cabo una investigación que pudiera probar lo contrario. La posibilidad de que las autoridades estadounidenses emprendan acciones legales contra el comprador de acuerdo con su responsabilidad solidaria con el vendedor por dichas irregularidades, pone de manifiesto la importancia para el comprador de llevar a cabo una auditoría en materia de cumplimiento de la normativa FCPA con carácter previo a la adquisición. El alcance de esta auditoría debe determinarse según la identificación de factores de riesgo que puedan sugerir

100 La SEC anunció recientemente su primer NPA con una empresa por infracciones de la FCPA. Refiriéndose a la “rápida autoinculpación y amplia cooperación” de la empresa, y aunque no en el contexto de una fusión, la SEC celebró un NPA con Ralph Lauren Corporation para resolver las acusaciones contra Ralph Lauren por infracción de la FCPA cuando su filial argentina realizó pagos irregulares a funcionarios públicos y de aduanas para garantizar la importación de productos de la compañía en Argentina. Además de la comunicación, la cooperación con la investigación y la devolución de los frutos obtenidos, “la SEC también afirmó haber tenido en cuenta las importantes medidas correctoras emprendidas por Ralph Lauren, incluyendo la aplicación por parte de la compañía de un nuevo programa integral de cumplimiento normativo en todas sus operaciones.” Ralph Lauren llevó a cabo medidas correctoras adicionales específicas para su negocio, incluyendo “la terminación de contratos de trabajo y de prestación de servicios con todas las personas involucradas en la comisión del delito...” y “la realización de una evaluación de riesgos de sus principales operaciones en todo el mundo para identificar otros problemas de cumplimiento normativo.”

la existencia de infracciones de la FCPA tanto en el pasado como en la actualidad. Entre estos factores de riesgo, están (i) las infracciones de la FCPA cometidas en el pasado por la target, (ii) la existencia de compensaciones inusualmente altas o aportaciones políticas, (iii) la utilización de sociedades pantalla (*shell companies*), (iv) la falta de políticas escritas de cumplimiento normativo, (v) la existencia de un gran volumen de pagos en efectivo realizados a un tercero o a cuentas situadas en una jurisdicción sin conexiones con el negocio de la target, y (vi) la falta de cooperación de la target en la realización de la auditoría o investigación. Una vez que los factores de riesgo han sido identificados, la auditoría de la compradora debe tener como objetivo principal la identificación de contratos o relaciones en los que el riesgo de irregularidad sea alto, el confirmar las representaciones y garantías sobre corrupción en los contratos existentes y en las relaciones comerciales de la target, el identificar las políticas anticorrupción existentes y la documentación de la actuación de buena fe por parte de la compradora en la detección de cualquier conducta cuestionable o infracciones directas de la FCPA por la target.

Cuando en una auditoría previa a la adquisición se descubren posibles infracciones de la FCPA, aparece en la operación un riesgo importante de pérdida de valor. Los costes de las investigaciones gubernamentales y las posibles multas relacionadas con la misma, así como los costes asociados con la reparación de infracciones cometidas en el pasado y con garantizar el cumplimiento en el futuro, pueden dar lugar a la renegociación del contrato de la operación para reasignar estos costes. El potencial comprador podría optar por reducir el precio de compra, reforzar las disposiciones existentes en materia de indemnización, requerir la constitución de un depósito en garantía y/o incluir representaciones y garantías reforzadas, así como cláusulas de resolución que aborden específicamente las infracciones de la FCPA detectadas. La incertidumbre y los costes asociados con las infracciones de la FCPA también pueden causar que un potencial comprador de por terminado el acuerdo. Los compradores que continúan adelante con la adquisición, a pesar de la existencia de infracciones de la FCPA, deben llevar a cabo una auditoría meticulosa con posterioridad al cierre e implementar procedimientos de cumplimiento para reducir la probabilidad de enfrentarse a acciones legales.

Las autoridades estadounidenses han emitido dictámenes que sugieren que los compradores pueden adoptar medidas con posterioridad a la adquisición para incrementar la probabilidad de que se alcance un NPA o un DPA, a fin de evitar sanciones severas. Aunque las autoridades estadounidenses no han enumerado cuáles son esas medidas específicas, al analizar los factores que dichas autoridades tienen en consideración al momento de determinar cuándo debe perseguirse una infracción, la comunicación de las irregularidades a las autoridades estadounidenses de forma oportuna y voluntaria es siempre un primer paso crucial en su evaluación. A pesar de que cada supuesto de hecho es distinto en función de las circunstancias concurrentes, la cooperación

con el gobierno puede demostrar un compromiso de cumplimiento que puede influir en la decisión de las autoridades estadounidenses de iniciar acciones legales. Además, las autoridades estadounidenses han dejado claro que la ejecución o el fortalecimiento de los programas de cumplimiento son vitales para corregir infracciones acaecidas en el pasado y prevenir futuras acciones legales por incumplimiento.

En última instancia, la creciente globalización de los mercados ha hecho que las fusiones y adquisiciones transfronterizas sean comunes. El amplio alcance de la jurisdicción de la FCPA hace más importante que nunca que los potenciales compradores entiendan los factores de riesgo asociados con las infracciones de la FCPA, así como la forma de mitigar esos riesgos. Este artículo pone de manifiesto que se pueden adoptar medidas para detectar, subsanar y prevenir futuras infracciones de la FCPA mediante la realización de auditorías meticulosas antes y después de una adquisición, y la implantación posterior de protocolos apropiados de mitigación y subsanación.

7. BIBLIOGRAFÍA

- BAMRUD, Joachim, *América Latina: Casos de FCPA crecen*, Latinvex, 27 de agosto de 2013, [Ver en línea: <bit.ly/1jBRgtW>]
- BAMRUD, Joachim, *More FCPA Cases in Latin America* [Más casos de la FCPA en América Latina], LATINVEX, 28 de junio de 2010 [Ver en línea: <bit.ly/1dSI9Gm>]
- BLOOMBERG, *Informes legales de Bloomberg, Fusiones & Adquisiciones*, vol. 2, N.º 19, 29 de septiembre de 2008.
- BREUER, Lanny A., *5th Annual Conference for Corporate Financial, Legal, Risk, Audit & Compliance Officers*, [5.ª Conferencia Anual de Funcionarios de Finanzas Corporativas, Legales, de Riesgos, Auditoría y de Cumplimiento], División Criminal, Departamento de Justicia de EUA, Washington, 26 de mayo de 2010. [Ver en línea: <1.usa.gov/1pSdg3L>].
- Bribery Act 2010* [La Ley Anticorrupción del Reino Unido], Capítulo 23. [Ver en línea: <bit.ly/1gPbKyV>].
- CASSIN, Richard L., *A Survey Of FCPA Sentences* [Estudio de las Sentencias de la FCPA], El Blog FCPA, Virginia, 28 de febrero 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1ICEyh5>].
- CASSIN, Richard L., *Syncor's Founder Settles FCPA Charges With The SEC* [Fundador de Syncor alanza acuerdo transaccional con la SEC por infracciones de la FCPA], El Blog FCPA, Virginia, 1 de octubre de 2007. [Ver en línea: <bit.ly/1fNj2yQ>].

- CASSIN, Richard L. *Weatherford lands on our Top 10 list* [Weatherford aterriza en nuestra lista de top diez], El Blog FCPA, Virginia, 27 de noviembre de 2013, [Ver en línea: <bit.ly/1dNUGdo>].
- CHINA BRIEFING, *Why Corruption is Inevitable in China's Pharmaceutical Industry* [Por qué la corrupción es inevitable en la industria farmacéutica China], en China Briefing, julio 2013. [Ver en línea: <bit.ly/1dO11ph>].
- COOK, R. Christopher, *La realización de auditorías legales anticorrupción de forma efectiva en fusiones y adquisiciones*, Jones Day Commentary, 20 de marzo de 2013.
- DEPARTMENT OF JUSTICE U.S., *Assistant Attorney General Lanny A. Breuer of the Criminal Division Speaks at the Annual Meeting of the Washington Metropolitan Area Corporate Counsel Association* [Lanny A. Breuer, ayudante del fiscal general, Departamento de Justicia, Sección Penal, Comentarios en la Reunión Anual de la Asociación de Asesores Legales en el Área Metropolitana de Washington], Virginia, 26 de enero de 2011. [Ver en línea: <1.usa.gov/1sgSiQh>].
- DEPARTMENT OF JUSTICE U.S. *FCPA Opinion Procedure Release* [Comunicado de prensa la opinión del Departamento de Justicia sobre la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero], N.º 03-01, Virginia, 15 de enero de 2003. [Ver en línea: <1.usa.gov/1lo1xKg>].
- DEPARTMENT OF JUSTICE U.S. *Foreign Corrupt Practices Act Review* [Comunicado de prensa sobre el procedimiento de consulta al Departamento de Justicia, sobre la revisión de la FCPA], Virginia, 13 de junio de 2008, [Ver en línea: <1.usa.gov/1h4eIAT>].
- DEPARTMENT OF JUSTICE U.S. *Invision Technologies, Inc. Enters into agreement with the United States* [InVision Technologies celebra un acuerdo con los Estados Unidos], Comunicado de Prensa del DOJ N.º 04-780, Virginia, 6 de diciembre de 2004. [Ver en línea: <1.usa.gov/1pONzTM>].
- DEPARTMENT OF JUSTICE U.S. *Justice Department Agrees to Defer Prosecution of York International Corporation in Connection With Payment of Kickbacks Under the U.N. Oil For Food Program* [El Departamento de Justicia acuerda diferir la persecución de York International Corporation en relación con pagos de mordidas bajo el programa de petróleo por comida de la ONU], Comunicado de Prensa del DOJ N.º 07-783, Virginia, 1 de octubre de 2007, [Ver en línea: <1.usa.gov/1k089kT>].
- DEPARTMENT OF JUSTICE U.S. *Principles of Federal Prosecution of Business Organizations* [Principios de Enjuiciamiento Criminal de Personas Jurídicas], Título 9, Capítulo 9-28.000, Virginia. [Ver en línea: <1.usa.gov/OdUUOv>].

- JONES DAY COMMENTARY, *Resumen de la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero, Resumen sobre los desarrollos más recientes e impacto en el ámbito de las operaciones de M&A*, Jones Day, 4 de febrero de 2013.
- JONES DAY, *Brazil's Clean Company Law: New Risks for Companies Doing Business in Brazil* [Ley Anticorrupción Empresarial en Brasil: Nuevos riesgos para compañías que operan en Brasil], Jones Day Publications, agosto 2013. [Comentario de Jones Day] [Ver en línea: <bit.ly/1ktgf15>].
- JONES DAY, *Desarrollo de M&A y la SEC: Consejos de práctica para la temporada de transacciones y Proxy*, Jones Day, 15 de noviembre de 2012.
- JONES DAY, *DOJ/SEC's Resource Guide to the U.S. Foreign Corrupt Practices Act: Jones Day Summary and Analysis* [Guía Práctica del DOJ/SEC sobre la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero], Jones Day, Diciembre 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1edu8Ne>].
- JONES, Ashby, *FCPA: Company Costs Mount for Fighting Corruption* [FCPA, La lucha contra la corrupción incrementa los costes de las empresas], Wall Street Journal, 2 de octubre de 2012. [Ver en línea: <on.wsj.com/1ktklRr>].
- Kroll, *Global Fraud Report. Annual Edition 2010/11* [Informe Global de Fraude], Kroll, 2011. [Ver en línea: <bit.ly/1fvdw7j>].
- MAIN JUSTICE, *Tesler Gets 21 months For FCPA Violations* (Tesler obtiene 21 meses por violaciones de la FCPA), EY, London, 23 de febrero 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1mLhOfh>]).
- MALESKE, Melissa, *Mexico's anti-corruption law targets bribery in government contracting* [El cohecho en la contratación pública el principal objetivo de la Ley Anticorrupción mexicana], INSIDE COUNSEL, 28 de noviembre de 2012. [Ver en línea: <bit.ly/OdJwSR>].
- MERLE, *Lockheed Martin Scuttles Titan Acquisition*, cit., [Ver en línea: <wapo.st/PkedXA>].
- MERLE, Renae, *Lockheed Martin Scuttles Titan Acquisition* [Lockheed Martin escapa de la adquisición de Titan], Washington Post, 27 de junio de 2004. [Ver en línea: <wapo.st/PkedXA>].
- OECD, *Colombia se adhiere a la convención de la OECD para combatir el cohecho*, OECD, 12 de noviembre de 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1orl2VU>].
- SEC vs. ABB Ltd.*, N.º 04-cv-1141 (D.D.C. 6 de Julio de 2004).
- SEC vs. Delta & Pine Land Company*, 1:07-cv-01352, D.D.C. 25 de julio de 2007, Queja 10.
- SEC vs. Jackson*, 908 F. Supp. 2d 834 (S.D. Tex. 2012).
- SEC vs. UTStarcom, Inc.*, N.º 09-cv-6094 (N.D. Cal. 31 de diciembre de 2009).

SEC, Acuerdo y plan de fusión por y entre Salesforce.com, Inc., Bullseye Merger Corporation, Buddy Media, Inc. y Shareholder Representative Services LLC como representante de los accionistas, Washington, 3 de junio de 2012. [Ver en línea: <1.usa.gov/1pSbO1x>].

SEC, Amendment N.º 3 to agreement and plan of merger [Modificación N.º 3 al contrato y plan de fusión entre Lockheed Martin Corporation, LMC Sub One, Inc. y The Titan Corporation], Washington, 15 de septiembre de 2003. [Ver en línea: <1.usa.gov/1fNj61J>].

SEC, Cardinal Health and Syncor announce amended merger agreement [Cardinal Health y Syncor anuncian la modificación del acuerdo de fusión], Washington, 3 de diciembre de 2004. [Ver en línea: <1.usa.gov/PI1Ji7>].

SEC, Delta & Pine and Turk Deltapine Agree to Pay a \$300,000 Penalty to Settle FCPA Charges [Delta & Pine Land Company y Turk Deltapine acuerdan pagar una multa de \$300,000 para acordar cargos bajo, Comunicado de litigio], SEC N.º 20214, Washington, 26 de julio de 2007. [Ver en línea: <1.usa.gov/1goS28k>].

SEC, SEC Charges KBR and Halliburton for FCPA Violations [SEC acusa a KBR y Halliburton por violaciones a la FCPA], SEC 2009-23, Washington, 11 de febrero de 2009. [Ver en línea: <1.usa.gov/1mLhEVa>].

SEC, SEC Files Settled Foreign Corrupt Practices Act Charges Against York International Corporation For Improper Payments to UAE Officials, to Iraq Under the U.N. Oil for Food Program, and to Others - - Company Agrees to Pay Over \$12 Million and to Retain an Independent Compliance Monitor [SEC presenta cargos acordados de la Ley de Prácticas Corruptas en el Extranjero en contra de York Int'l Corp.], SEC N.º 20319, Washington, 1 de octubre de 2007. [Ver en línea: <1.usa.gov/1q6PKCb>].

SEC, SEC Names New Specialized Unit Chiefs and Head of New Office of Market Intelligence [La SEC nombra a los directores de la nueva unidad especializada y director de la nueva oficina de inteligencia de mercado], Comunicado de Prensa de la SEC 2010-5, 13 de enero de 2010. [Ver en línea: <1.usa.gov/1hBowRx>].

TRANSPARENCY INTERNACIONAL. The 2012 corruption perceptions index [Índice de Percepción de Corrupción], Transparencia International, 2012. [Ver en línea: <bit.ly/1jKfe6q>].

U.S vs. O'Shea, 4:09-cr-00629 (S.D. Tx. 16 de enero de 2012).

U.S. v. Kay, 359 F.3d 738 (5th Cir. 2004).

U.S. vs Albert Jackson Stanley, Sentencia Penal 4:08 CR00597 -001. [Ver en línea: <1.usa.gov/1mLi8dQ>].

U.S. vs. Aguilar, 783 F.Supp.2d 1108 (C.D. Cal. 20 de abril de 2011).

U.S. vs. Carson, et al., 2011 WL 5101701 (C.D. Cal. 18 de mayo de 2011).

U.S. vs. Carson, supra nota 18.

U.S. vs. Kozeny and Bourke, 664 F. Supp. 2d 369 (S.D.N.Y. 2009); aff'd 667 F.3d 122 (2d. Cir. 2011), cert. denied 133 S.Ct. 1794 (2013).

U.S. vs. O'Shea, 4:09-cr-00629 (S.D. Tex. 16 de noviembre de 2009).

U.S. vs. Pou, 89-802-CR-KEHOE, (S.D. Fla. 17 de abril, 1990).

U.S. vs. Pou, 89-802-CR-KEHOE, (S.D. Fla. 19 de abril de 1990).

LA FUNCIÓN Y EXIGIBILIDAD DE LOS ACUERDOS DE ACCIONISTAS: ANÁLISIS DESDE LA PERSPECTIVA COLOMBIANA Y ANOTACIONES DE DERECHO COMPARADO

Sergio Michelsen Jaramillo

Socio de Brigard & Urrutia
(Bogotá, Colombia)*

Darío Laguado Giraldo

Socio de Brigard & Urrutia
(Bogotá, Colombia)

Sumario:

1. Introducción.
2. La función económica de los acuerdos de accionistas o por qué es deseable maximizar su exigibilidad.
 - 2.1. Acuerdos de voto.
 - 2.2. Tags, drags, puts, calls y otros acuerdos sobre la transferencia de acciones.
3. Análisis de derecho comparado: El alcance de los acuerdos de accionistas en algunas jurisdicciones.
 - 3.1. Estados Unidos.
 - 3.2. España.
 - 3.3. Francia.
 - 3.4. Rusia.
 - 3.5. Conclusiones sobre el análisis de derecho comparado.
4. La exigibilidad de los acuerdos de accionistas en el derecho colombiano.
 - 4.1. Exigibilidad de los acuerdos de accionistas respecto de sociedades no inscritas.
 - 4.1.1. El Código de comercio.
 - 4.1.2. La Ley 222 de 1995 y el origen de la doctrina de oponibilidad.
 - 4.1.3. Los primeros conceptos de la Superintendencia de Sociedades.
 - 4.1.4. Algunos conceptos disonantes.
 - 4.1.5. El laudo arbitral Ruiz vs. Cortes.
 - 4.1.6. El caso Vermont y la consolidación de la doctrina de oponibilidad.
 - 4.1.7. Conclusiones sobre el efecto de los acuerdos de accionistas suscritos al tenor del artículo 70.
 - 4.2. Exigibilidad de los acuerdos de accionistas respecto de sociedades inscritas.
 - 4.3. Exigibilidad de los acuerdos de accionistas respecto de sociedades por acciones simplificadas.
5. Algunas preguntas pendientes.
6. Conclusiones.
7. Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Los acuerdos de accionistas son un instrumento esencial en las operaciones de fusiones y adquisiciones. Estos acuerdos constituyen una herramienta de altísimo valor práctico para regular las relaciones entre los accionistas de una sociedad y, más específicamente, entre los accionistas controlantes y los accionistas minoritarios. Desde la perspectiva de los practicantes en Colombia (y muy seguramente en Latinoamérica), los acuerdos de accionistas constituyen, por regla general, un elemento obligado en las operaciones de M&A en las cuales se transfiere menos del 100% del capital de una sociedad y son un componente esencial e ineludible de las inversiones de *private equity* y de *venture capital*.

Una de las preguntas más importantes y recurrentes en este respecto es cuál es el efecto de los acuerdos de accionistas. En concreto, la cuestión relevante está dirigida a determinar cuáles son los remedios judiciales que tiene un accionista frente al incumplimiento.

En este artículo exploramos, de manera detallada, la cuestión acerca de la “*exigibilidad*” de los acuerdos de accionistas, vista desde la perspectiva colombiana y con el acompañamiento de algunas reflexiones de derecho comparado. A lo largo del artículo desarrollaremos una hipótesis simple, a saber, que los acuerdos de accionistas cumplen una función económica que es socialmente deseable; motivo por el cual, como principio general, las normas que maximizan su *exigibilidad*, dentro de los límites típicos de la buena fe y el orden público, son convenientes y superiores a las normas que limitan dicho atributo. A partir del análisis de la normatividad colombiana, describimos cómo la evolución de la doctrina de las autoridades en cuanto a esta cuestión denota una política normativa consistente con este argumento. El análisis de la normatividad de otras jurisdicciones es congruente con dicha evolución.

El artículo está organizado así: en el punto 2 explicamos, a partir de un análisis de sus estipulaciones más usuales desde la perspectiva del análisis económico del derecho, la función económica y negocial de los acuerdos de accionistas; en el punto 3, mostramos la forma en que otros países han respondido a la cuestión de la *exigibilidad*; en el punto 4, hacemos un análisis detallado del caso colombiano, haciendo hincapié en los régimen aplicables a las sociedades no inscritas, a las sociedades inscritas y a las sociedades por acciones simplificadas; en el punto 5 se resuelven algunas cuestiones pendientes; y en el punto 6, concluimos.

2. LA FUNCIÓN ECONÓMICA DE LOS ACUERDOS DE ACCIONISTAS O POR QUÉ ES DESEABLE MAXIMIZAR SU EXIGIBILIDAD

Como se mencionó, uno de los principales problemas en torno a los acuerdos de accionistas tiene que ver con la habilidad de las partes de ejecutar los acuerdos sustanciales en ellos contenidos. En otras palabras, la cues-

tión relevante es qué acciones judiciales (*remedies*) tienen las partes en caso de incumplimiento. Para abordar esquemáticamente el problema, la respuesta puede ubicarse en un *continuum*, en uno de cuyos extremos, el extremo que menos *exigibilidad* confiere a los acuerdos de accionistas, se encuentra la ausencia de acciones para exigir el cumplimiento (que visto de otra manera es equivalente a restarle toda eficacia a los acuerdos de accionistas), al paso que en el otro extremo, aquel que más *exigibilidad* le confiere a los acuerdos de accionistas, se encuentra una acción para que la compañía y los demás accionistas se atengan a lo pactado (que, en cierto sentido, configura una excepción al principio de relatividad de los actos jurídicos). Más adelante volveremos sobre cómo ha sido abordada esta cuestión por las autoridades colombianas y de otras jurisdicciones, pero antes queremos explicitar en qué sentido esta pregunta es de la mayor importancia para los accionistas, para las sociedades y para los abogados que estructuran este tipo de acuerdos. La mejor forma de hacerlo es entendiendo la función económica y negocial de los acuerdos de accionistas a través de sus disposiciones sustanciales más usuales.

2.1. Acuerdos de voto

Los acuerdos de voto son quizás la más directa y clara manera de regular las relaciones entre accionistas, cumpliendo distintos propósitos de negocio. Por un lado, los acuerdos de voto sirven para conferir a los accionistas derechos de voto respecto de ciertas decisiones. El número y el alcance de este tipo de vetos varía en cada caso concreto, siendo una función de la influencia que retiene el accionista minoritario, su participación accionaria, el nivel de asesoramiento que obtuvo en la transacción, entre otras variables.

En este sentido, los acuerdos de voto cumplen, por lo menos, los siguientes propósitos:

- Los acuerdos de voto sirven para preservar las expectativas respecto del tipo y las condiciones del negocio que será desarrollado por la compañía lo cual genera *ex ante* incentivos para hacer inversiones económicamente deseables. Por ejemplo, un fondo de capital privado puede hacer una inversión minoritaria en una compañía al amparo de un acuerdo de voto que le confiera cierto grado de control sobre algunas decisiones relevantes. Tal inversionista deseará probablemente contar con la capacidad de vetar, sujeto a los mecanismos de desbloqueo que se pacten, ciertas decisiones como la emisión de acciones (para evitar así una dilución en la participación accionaria), la venta sustancial de activos, la combinación de negocios a través de procesos de fusión, escisión u otras operaciones similares, la inversión en otras sociedades, cambios en las líneas de negocio, etc.¹

CAP. XIV

1 Al respecto, Sáez Lacave señala que “los pactos parasociales de todos los socios que complementan el contrato social en sentido estricto son de gran transcendencia, pues de

Otro ejemplo de cómo los acuerdos de accionistas son herramientas que facilitan, *ex ante*, inversiones socialmente deseables está relacionado con las ventas de empresas escalonadas. En este tipo de estructuras, un accionista vendedor consiente, en una venta escalonada, en dos fases: la venta de una participación controlante en una primera fase, y la venta de su participación remanente en una segunda fase, en un horizonte de tiempo preestablecido. Este tipo de estructuras de venta genera ventajas para ambas partes, pues permite una transición o integración ordenada y sirve para alinear incentivos entre los accionistas entrantes y los incumbentes. Un elemento esencial en este tipo de estructuras es el acuerdo de accionistas entre las partes que regule la estructura y los entendimientos en torno al gobierno de la compañía hasta que se complete la venta en la segunda fase. Así, por ejemplo, las partes pueden pactar que sin el consentimiento de las mismas no aprobarán cambios en el modelo o plan de negocios preexistente o que no modificarán determinada relación contractual.

Si dichos acuerdos no son *ejecutables*, estos incentivos pueden desaparecer y es posible que no se hagan o se limiten inversiones que son económicamente deseables. Alternativamente, si los accionistas no pueden tomar confort en un acuerdo de accionistas, pueden acudir a otro tipo de esquemas legales que impliquen mayores costos de transacción o administración.

Este tipo de acuerdos suele estar acompañado por mecanismos de desbloqueo diseñados cuidadosamente para prever el uso abusivo de los derechos de voto y generar una salida en caso de que las partes tengan una desavenencia fundamental sobre el futuro de la sociedad.

- Los acuerdos de voto son una herramienta eficiente para mitigar el comportamiento oportunista y la transferencia de rentas privativas en beneficio exclusivo del accionista controlante (lo que se ha denominado *private benefits of control*). Como lo explica RONALD J GILSON, los beneficios sociales de todos los accionistas están correlacionados con la productividad de la sociedad; mientras que los beneficios pri-

no acordarse el contenido de tales pactos, las partes probablemente no entrarían en la relación societaria. Sería absurdo por parte de los socios poner dinero, sin condiciones, en manos de la gestión de otros, por eso, lo que hacen es clarificar los aspectos críticos de la futura relación societaria con carácter previo a la decisión de invertir el dinero en el negocio [...]. La estrategia des-incentivadora es clara: si los pactos no van a ser efectivos –en lo societario– *ex post*, pierde interés –al menos en términos relativos– su contratación *ex ante*.” SÁEZ LACAVE, María Isabel. “Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces”, *Indret. Revista para el Derecho Económico*, Madrid, julio 2009.

vados del controlante están asociados con su capacidad de control y constituyen, en cierto sentido, una expropiación². Tales beneficios pueden ser pecuniarios o no pecuniarios. Según GILSON³, el control societario puede incluso crear incentivos para adoptar estrategias que reducen la productividad de la sociedad si los beneficios privados son suficientemente grandes⁴. Un ejemplo de cómo un accionista controlante puede extraer rentas privativas son los contratos con afiliadas del controlante⁵, tales como contratos de servicios compartidos, centros de costos, licencias, transferencia de tecnología, etc. Para prevenir la extracción de rentas mediante estos mecanismos, los accionistas minoritarios pueden pactar que la sociedad no puede celebrar contratos con afiliadas de la misma sociedad o de sus accionistas sin su consentimiento. Con este tipo de mecanismos, los accionistas pueden asegurar *ex ante* el valor de su inversión, prevenir la extracción de rentas privativas y minimizar los costos de monitoreo y el problema de agencia frente al accionista controlante.

De otro lado, los acuerdos de voto pueden tener un alcance positivo, en el sentido de que los accionistas se comprometen no ya a abstenerse de aprobar una decisión sin el consentimiento de uno o más accionistas, sino todo lo contrario, a votar favorablemente respecto de determinada decisión, dando lugar a un sindicato de voto. La doctrina ha reconocido desde hace mucho tiempo la importancia de los sindicatos de voto. Ascarelli, por ejemplo, señalaba hace más de sesenta años que “mediante estas convenciones que constituyen contratos plurilaterales, los accionistas se obligan recíprocamente a votar en un mismo sentido, o se obligan a entregar todas las acciones propias a un gerente de confianza común, con mandato irrevocable, para que se

-
- 2 Como ejemplo de lo anterior y acudiendo al trabajo preparado por Tattiana Nenova, Gilson argumenta que los accionistas controlantes en México “expropian” aproximadamente la mitad del valor de la sociedad mediante beneficios privados del control. NENOVA, Tattiana, “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis”, en *Social Science Electronic Publishing*, Harvard University, Massachusetts, July 2000.
- 3 GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper N.º 309, Agosto, 2005.
- 4 En el mismo artículo, Gilson sugiere que los beneficios privados del control están negativamente correlacionados con la adecuada protección de los accionistas de conformidad con la ley de sociedades del país correspondiente y con un mercado de valores desarrollado. En otras palabras, los beneficios privados del control serán mayores si hay una ley funcionalmente mala (*functionally bad law*) y un mercado de valores poco desarrollado. En este tipo de contextos, es posible argumentar que la importancia de los acuerdos de accionistas como sustitutos de tales mitigantes aumenta.
- 5 GILSON, Ronald J. y GORDON, Jeffrey N, *Controlling Controlling Shareholders*, Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper N.º 262, junio 2014.

lleve a cabo la actuación que se acuerda por la mayoría de los accionistas sindicados.”⁶

Los sindicatos de voto sirven como herramientas para maximizar la capacidad de obrar coordinadamente en torno a ciertos aspectos de la sociedad, mitigando los problemas de acción colectiva. Por ejemplo, los accionistas pueden acordar que votarán a favor de determinada fusión o que votarán a favor de hacer una oferta pública de acciones, etc. Asimismo, los sindicatos de voto pueden utilizarse como mecanismos para fortalecer el control (*control enhancing mechanisms*). Dos ejemplos relevantes son la familia Walton, que controla al gigante Wal-Mart a través de un sindicato de voto, o la familia Ochs/Sulzberger, que controla el New York Times a través de la combinación de un sindicato de voto y una estructura dual de acciones⁷.

2.2. **Tags, drags, puts, calls y otros acuerdos sobre la transferencia de acciones**

Los acuerdos de accionistas también suelen contener acuerdos sobre la transferencia de acciones. Incluso en países de habla hispana, estos acuerdos suelen denominarse por referencia a la terminología originaria como *tags, drags, puts, calls, ROFOs, lock ups*, etc⁸. A continuación, hacemos un breve recuento de la función económica de algunos de estos mecanismos.

6 ASCARELLI, Tullio. *Sociedades y Asociaciones Comerciales*, Tipográfica Editora Argentina, Buenos Aires, 1947, p. 174.

7 VENTORUZZO, Marco. *Why Shareholders' Agreements are not used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in search of an explanation*, The Pennsylvania State University-The Dickinson School of Law, Legal Studies, 2013.

8 Una línea de análisis que no desarrollamos en este artículo es hasta qué punto las estipulaciones estándar de los acuerdos de accionistas constituyen un “trasplante legal”. Evidentemente consideramos que hay una clara correlación entre (i) el auge de las técnicas y los modelos de contratación estadounidenses, el aumento de las transacciones transfronterizas y la construcción de redes y externalidades de red entre las firmas de abogados de naturaleza global con sede en los Estados Unidos y las firmas locales, y (ii) el uso cada más generalizado de los acuerdos de accionistas. Uno de los principales problemas de los trasplantes legales tiene que ver precisamente con la capacidad de ejecutarlo en el contexto normativo y procedural del país de recepción. Los problemas que genera el trasplante de técnicas y modelos de contratación ha sido analizado en otras jurisdicciones. Véase: GOMSTIAN, Suren. “The Enforcement of Shareholders Agreements under English and Russian Law”, *Journal of Comparative Law*, vol. 7, Issue 1, Atlanta, 2012, pp. 115-146. BONDARYEV, Timur and Markian MALKYY, “Recent Developments Concerning Dispute Resolution of Shareholder Agreements in Ukraine: For Better or For Worse?”, en *Stockholm International Arbitration Review*, N.º 3, Nueva York, 2008, pp. 83-95. KIM, Eugene, “Venture Capital Contracting under the Korean Commercial Code: Adopting U.S. Techniques in South Korean Transactions”, *Pacific Rim Law and Policy Journal*, vol. XIII, Washington, 2004, pp. 439-470. BERTAN RIBEIRO, Cinthia Daniela. “Financial Contracting Choices in Brazil: Does the Brazilian Legal Environment Allow Private Equity Groups to Enter into Complex Contractual Arrangements with Brazilian Companies?”, en *Law and business review of the Americas*, vol. XIII, Texas, 2007, pp. 355-380.

- *Tags y drags*: Los *tag along rights* (o, según su denominación usual en español, derechos de participar en la venta) permiten a los accionistas minoritarios vender sus acciones cuando el accionista controlante pretenda llevar a cabo una venta de su participación a un tercero. Su función primordial radica en permitir que los accionistas minoritarios puedan participar de la prima de control en evento de enajenación⁹. Además, permiten que los accionistas minoritarios “salgan” de la compañía en caso de que el socio controlante enajene su participación, ante el temor razonable de que el nuevo controlante no comparta los mismos valores, las mismas expectativas o los mismos planes de negocio que los accionistas minoritarios; lo que puede resultar en que disminuya el valor de la compañía luego del cambio de control. De esta manera, este derecho sirve como una herramienta para mitigar un problema de riesgo moral (*moral hazard*).¹⁰

En contraposición, los derechos de *drag along*, o derechos de arrastre, permiten a un controlante “arrastrar” a los accionistas minoritarios en caso de que el mismo desee vender sus acciones a un tercero. La utilidad de esta medida es notable si se tiene en cuenta que un tercero comprador puede no tener interés en asociarse con una facción minoritaria, sino hacerse al 100% del capital de la empresa. Mediante un derecho de arrastre, el accionista controlante evita que los accionistas minoritarios puedan comportarse de manera oportunista, entorpeciendo este tipo de transacciones con el velado propósito de extraer valor del accionista controlante. En escenarios en que el derecho de arrastre está en cabeza de un accionista no controlante, el mismo permite consolidar la transferencia de un bloque de control y maximizar el precio de la acción. En cualquiera de estos casos, un derecho de arrastre produce un efecto positivo de señalización (*signaling effect*) frente a potenciales compradores.

- *Puts y calls*: Una opción *put* es un derecho que le permite a su titular forzar la compra de sus acciones por parte de los demás accionistas. Usualmente las partes acuerdan, de manera anticipada, el precio de ejercicio, por referencia a una fórmula o a un mecanismo de auditoría, en todo caso tratando de reflejar en la mayor medida posible el valor justo de mercado de la acción. Típicamente, las partes también

CAP. XIV

9 De acuerdo con Gilson, en ausencia de normas o mecanismos que permitan que los accionistas minoritarios participen de la prima de control (como la poison pill), esta es otra de las maneras típicas mediante las cuales los controlantes extraen beneficios privados. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit. p. 309.

10 CHEMLA, Gilles / Alexander LJUNGQVIST / Michel HABIB A., “An Analysis of Shareholder Agreements”, New York University, *Law and Business 2004*, Social Science Electronic Publishing, New York, July 2004. [Versión descargable <bit.ly/1mxRDG1>].

determinan las condiciones para el ejercicio de la opción las cuales pueden estar asociadas a una ventana de tiempo o a la ocurrencia de ciertas circunstancias. Los *puts* son valiosos en distintos escenarios. Por ejemplo, los fondos de capital privado, que necesariamente deben realizar su inversión en un periodo de tiempo específico, pueden pactar una opción *put* como mecanismo de salida. De otro lado, en una estructura de adquisición escalonada, la venta de segunda fase puede estructurarse mediante un *put* o, según las circunstancias, mediante un *put* y un *call*. Por último, los *puts* pueden ser un remedio efectivo en caso de bloqueo en la toma de decisiones.

Como contrapartida, una opción *call* es el derecho que tiene un accionista para exigir que los otros accionistas le vendan sus acciones en la sociedad, con sujeción a los términos y condiciones pactados previamente. Las opciones *call* se usan en distintos contextos. Pueden utilizarse como remedio frente al incumplimiento, permitiéndole al accionista cumplido excluir al accionista incumplido, generando un incentivo para procurar el cumplimiento de las promesas recíprocas entre las partes. También pueden utilizarse en el contexto de ventas escalonadas o como mecanismos para solucionar situaciones de bloqueo.

- *Lock ups*: Los *lock ups* consisten en acuerdos por virtud de los cuales los accionistas se comprometen a no enajenar sus acciones por un periodo de tiempo determinado. Como tal, son una herramienta valiosa para garantizar que se mantenga la productividad o el valor de la compañía cuando ello depende, en todo o en parte, de la continuidad de los accionistas. Esto es particularmente cierto cuando los accionistas tienen cierto tipo de conocimiento, activos o habilidades específicos que no son fungibles, como ocurre con frecuencia en las industrias intensivas en conocimiento (firmas comisionistas, agencias de publicidad, empresas prestadores de servicios médicos o de tecnología, etc.). Aunque en un contexto ligeramente diferente, los *lock ups* pueden utilizarse respecto de sociedades inscritas para asegurarse de que los inversionistas no puedan vender sus acciones en un periodo de tiempo a efectos de mitigar la asimetría de información¹¹.

Nos hemos detenido en algunos de los usos más frecuentes de los acuerdos de accionistas para mostrar que cumplen una importante función económica en la estructuración de operaciones de M&A y del gobierno corporativo de las empresas. Estos son solo algunos de los ejemplos más notables, al margen de los cuales hay una buena variedad de estipulaciones parasociales

11 BRAU, James C. / Val E. LAMBSON, / Grant Richard MCQUEEN, *Lockups Revisited*, Social Science Electronic Publishing, New York, Noviembre 2003. [Versión descargable <[bit.ly/1fHT93s](http://1fHT93s)>].

adicionales que no analizamos en este artículo, pero que sin duda sirven para ratificar la trascendencia de los acuerdos de accionistas. Algunas de tales estipulaciones incluyen los derechos contractuales de información, las cláusulas de no competencia entre accionistas, los mecanismos de desbloqueo y solución de controversias, la selección de la ley y el foro aplicables, entre otros. En nuestra opinión, hay buenas razones para fortalecer la efectividad de tales estipulaciones, tanto como las hay para hacer plenamente efectivos los acuerdos de voto y los acuerdos sobre la transferencia de acciones.

En fin, es claro que hay una notoria utilidad en permitir que los accionistas determinen ciertos acuerdos sobre la forma en que ejercerán el poder de voto en la asamblea de accionistas o sobre la transferencia, o no transferencia, de acciones. Para recapitular, los acuerdos de accionistas son mecanismos eficientes para el logro de, por lo menos, los siguientes objetivos económicos: (i) incentivar *ex ante* inversiones económicamente deseables, (ii) mitigar la transferencia de rentas privativas a favor de los accionistas controlantes, (iii) maximizar la acción coordinada de los accionistas, sirviendo incluso como mecanismos para fortalecer el control, (iv) mitigar el problema de acción colectiva, (v) mitigar los costos de monitoreo y el problema de agencia respecto del controlante, y (vi) producir efectos de señalización frente a terceros y al mercado sobre los estándares de gobierno y la capacidad de llevar a cabo acciones concertadas en el seno de la sociedad, entre otros.

La utilidad económica de los acuerdos de accionistas ha sido también verificada empíricamente. Por ejemplo, a partir de un estudio de las sociedades inscritas en la bolsa de valores de Brasil, André Carvahal ha mostrado que las compañías que tienen acuerdos de accionistas tienen una mayor valoración y que el nivel de protección de los inversionistas que confieren los acuerdos de accionistas están directamente correlacionados con el valor de la compañía, incluso luego de controlar variables exógenas¹². Lo propio muestra el estudio elaborado por Francois Belot respecto de sociedades inscritas en Francia. Según Belot, los acuerdos de accionistas mitigan el efecto negativo de la dispersión accionaria, sobre todo cuando los mismos contemplan mecanismos de acción concertada (como lo son los acuerdos de voto). Desde esta perspectiva, los acuerdos de accionistas aparecen como mecanismos eficientes de coordinación, más que como mecanismos expropiatorios¹³.

Esto puede explicar por qué los acuerdos de accionistas son práctica común incluso en sociedades inscritas. Como lo explica Belot¹⁴, un estudio

12 CARVAHAL, Andre. "Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms", en *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, Issue 4, Atlanta, September 2012, pp. 919-933.

13 BELOT, Francois, *Shareholder Agreement and Firm Value: Evidence from French listed firms*, AFFI (Association Française de Finance), Paris, 2008.

14 BELOT, *Shareholder Agreement and Firm Value: Evidence from French listed firms*, cit.

reciente encargado por la Unión Europea (ISS, Shearman and Sterling, and ECGI, 2007) muestra que el 12% de las sociedades europeas inscritas en bolsa tienen acuerdos de accionistas. Roosenboom y Scharamade (2006) han mostrado que entre 1993 y 1999, 26,4% de las ofertas públicas iniciales realizadas por compañías francesas contemplaban algún tipo de acuerdo de accionistas; y Volpin observa que en las compañías italianas inscritas, el 15% de las mismas tenía un acuerdo de accionistas. En Colombia, el 17,94% de las compañías inscritas tienen acuerdos de accionistas¹⁵.

Por todas estas razones, definir el tipo y el alcance de los remedios judiciales que los accionistas tienen a su disposición en caso de incumplimiento resulta de la mayor importancia. El nivel de confort que los accionistas pueden obtener *ex ante* al celebrar un acuerdo de accionistas dependerá en últimas de la habilidad para hacer efectivos (*enforce*) tales acuerdos *ex post*. Teniendo en cuenta la función económica de los acuerdos de accionistas, las normas que maximizan su *exigibilidad* pueden considerarse como económica y socialmente deseables. En contraposición, la ausencia de reglas claras sobre cómo hacer valer los acuerdos de accionistas representa un desincentivo frente a cualquier tipo de estructura de adquisición o cualquier estructura societaria que resulte en la existencia de varias facciones de poder en el seno de la sociedad, máxime si una de esas facciones ejerce control sobre la misma.

3. ANÁLISIS DE DERECHO COMPARADO: LA EXIGIBILIDAD DE LOS ACUERDOS DE ACCIONISTAS EN ALGUNAS JURISDICCIÓNES

3.1. Estados Unidos

El sistema legal estadounidense confiere un amplio grado de *exigibilidad* a los acuerdos de accionistas. Como lo explica Marco Ventoruzzo, solo hay, en términos generales, tres restricciones a la *exigibilidad* de los acuerdos de accionistas en sociedades cerradas, a saber: reglas sobre la duración de los *voting trusts*, limitaciones sobre la posibilidad de restringir la discrecionalidad de los miembros de junta directiva, y un requisito de “razonabilidad” para la validez de las restricciones a las transferencias de acciones. Por lo demás, los acuerdos de accionistas son plenamente válidos entre las partes y *ejecutables* frente a la sociedad¹⁶.

El *Model Business Corporation Act (MBCA)*, que ha sido acogido con ciertas variaciones menores por 24 estados¹⁷, contiene tres reglas básicas,

15 Según la Ley 964 de 2005, los acuerdos de accionistas respecto de sociedades inscritas deben ser divulgados al público a través del Sistema Integral de Información del Mercado de Valores. Este dato se basa en la información divulgada en dicha plataforma al 19 de febrero de 2014.

16 VENTORUZZO, *Loc. cit.* 2013.

17 Ibídem

así: en relación con los *voting trusts*, la Sección 7.30 determina que los mismos no pueden tener una duración superior a 10 años, prorrogable por otros 10¹⁸; en cuanto a los efectos de los acuerdos de accionistas, la Sección 7.31 establece que los acuerdos de voto son “*specifically enforceable*” frente a la sociedad; por último, la Sección 7.32 establece que los acuerdos de accionistas suscritos por todos los accionistas son válidos entre las partes y oponibles frente a la sociedad¹⁹.

En el 2010, la *Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York* hizo una recopilación exhaustiva de las normas estatutarias y del *case law* sobre acuerdos de accionistas en el estado de Nueva York y en el estado de Delaware, todo lo cual quedó consignado en el reporte denominado *Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions*. Además de ser lectura recomendada para los practicantes, el reporte contiene una aproximación a las estipulaciones típicas de los acuerdos de accionistas y la eficacia de las mismas. A continuación, resumimos los aspectos más notables del reporte en torno a la cuestión de la *exigibilidad*.

El reporte explica que es práctica común pactar estipulaciones que prohiban la aprobación de determinadas decisiones a menos que se obtenga el voto favorable de ciertos accionistas o de cierto porcentaje de los mismos. En cuanto a los efectos de este tipo de acuerdos, señala que los mismos son menos efectivos que una estipulación estatutaria, por cuanto la segunda sirve de fundamento para alegar que una decisión que preterminiera tales requisitos tendría efectos *ultra vires*. Una práctica común para reforzar la efectividad de este tipo de acuerdos consiste en que la propia sociedad se haga parte del acuerdo, práctica que también se ha venido generalizando en otros países, como Colombia. De esta manera, explica el reporte, si la sociedad no acata lo establecido en el acuerdo de voto, deberá indemnizar los perjuicios causados. Asimismo, las cortes podrán emitir *injunctions* a efectos de evitar una conducta que sería violatoria del acuerdo. Aunque el reporte no lo indica de manera expresa, está explayando la regla que está contenida en la Sección 7.31 del MBCA según la cual tales acuerdos son *specifically enforceable* pero en términos generales no tienen el mismo alcance que una estipulación estatutaria o que un acuerdo suscrito por todos los accionistas en los términos de la Sección 7.32.

CAP. XIV

18 Estipulación que parece haber influenciado la limitación temporal establecida en el artículo 24 de la Ley 1258 de 2008. al cual volveremos más adelante.

19 Nótese que la distinción entre los acuerdos de accionistas suscritos por todos los accionistas y aquellos suscritos por menos que todos los accionistas da lugar a remedios judiciales distintos. Los primeros son *specifically enforceable*, al paso que los segundos son oponibles frente a la sociedad. Esta distinción no es relevante en el derecho colombiano y hasta el momento ni la doctrina ni la jurisprudencia han asignado efectos distintos a los acuerdos de accionistas sobre la base de la misma.

De otro lado, el reporte reconoce que los acuerdos de accionistas se utilizan también con frecuencia para establecer restricciones o acuerdos sobre la transferencia de acciones. En relación con los derechos de *tag along*, el reporte señala que no hay mención expresa de los mismos en la *General Corporation Law* del estado de Delaware y que las cortes de dicho estado y del estado de Nueva York no se han pronunciado sobre su *exigibilidad*, pero han discutido tales estipulaciones en distintos contextos sin cuestionar dicho atributo. En relación con los derechos de *drag along*, el reporte indica que los mismos están expresamente “permitidos” por la Sección 202(c) (4) del *General Corporation Law* del estado de Delaware. Aunque los precedentes judiciales en Delaware o en Nueva York sobre la cuestión de si los mismos son o no *exigibles* son escasos, en al menos dos ocasiones la *Court of Chancery* de Delaware ha respaldado la *exigibilidad* de tales pactos²⁰.

Frente a las opciones *call*, el reporte explica que las mismas están específicamente permitidas de conformidad con las leyes del estado de Delaware y que, a pesar de no haber normas positivas al respecto, las cortes de Nueva York han sostenido que las mismas son exigibles, sujetas al test de razonabilidad²¹. Por ejemplo, las cortes no han tenido reparo en forzar la ejecución de opciones *call* cuando las mismas obligan a un empleado a vender sus acciones ante la terminación de la relación laboral, considerando que ello es razonable en la medida en que la conservación de tales acciones está íntimamente relacionada con la relación laboral como herramienta para alinear intereses.

Por último, en relación con los *lock ups*, a saber y como se vio, las restricciones a la enajenación de acciones, el reporte indica que las leyes y el *case law* de ambos estados coinciden en que tales restricciones son válidas siempre que consten por escrito y sean razonables. Además, de conformidad con la Sección 8-204 del *Uniform Commercial Code* (adoptado en ambos estados), tales restricciones serán oponibles frente a terceros que tengan conocimiento de tal circunstancia lo cual ocurre cuando la restricción ha sido anotada en los títulos representativos de las acciones o, si las acciones no están materializadas, el tercero ha sido notificado de la restricción. En ausencia de tales requisitos, un tercer comprador adquirirá la titularidad de las acciones sin ninguna restricción. En cuanto al requisito de razonabilidad, el reporte explica que las cortes de Delaware conceden deferencia a los particulares que establecen restricciones a la transferencia de las acciones, trasladando la carga de la prueba de que la restricción no es razonable al demandante²².

Como se aprecia, los acuerdos de accionistas gozan de amplia efectividad en los Estados Unidos. En relación con los acuerdos de voto, la regla

20 Minn. Invco of RSA #7, Inc. vs. Midwest Wireless Holdings LLC, 903 A.2d 786, 799 (Del. Ch. 2006) y Shields vs. Shields, 498 A.2d 161, 168 (Del. Ch. 1985).

21 Benson vs. RMJ Sec. Corp., 683 F. Supp. 359, 371 (S.D.N.Y. 1988).

22 Capital Group, 2005 WL 678564.

general es que los mismos son “*specifically enforceable*” y hay consenso en el sentido de que su eficacia es relativamente menor que la de las estipulaciones estatutarias. Esta aproximación denota una clara intención de dotar de efectividad a este tipo de estipulaciones, máxime teniendo en cuenta que de conformidad con el derecho de contratos de los Estados Unidos, el remedio en mención no es un atributo general del incumplimiento contractual.

Los acuerdos respecto de la transferencia de las acciones también están revestidos de amplia efectividad, al punto que ciertas restricciones son oponibles incluso a terceros cuando las mismas han sido puestas en conocimiento de los mismos mediante una leyenda en el título o una notificación de dicha circunstancia.

3.2. España

La aproximación española a la cuestión de la oponibilidad ha estado marcada por una clara separación entre el mundo contractual y el mundo societario. Sobre este telón de fondo, explica Sáez Lacave²³ y como consecuencia de una regla general de inoponibilidad sentada en los artículos 7 III LSA y 11.2 LSRL, se ha asentado un dogma según el cual los acuerdos de accionistas son válidos entre las partes, pero no son oponibles frente a la sociedad. Sin embargo, explica la autora, esta posición formalista ha dado lugar a múltiples abusos, al oportunismo y a una incertidumbre sobre la capacidad de hacer valer las promesas de las partes de este tipo de acuerdos. La situación se ve fielmente descrita en las siguientes palabras:

Las reflexiones que se vierten en estas páginas vienen motivadas por la perplejidad que producen algunas sentencias, en las que no puede ejemplificarse con mayor claridad la deslealtad y el oportunismo en sociedades cerradas, incluso a los ojos de quien no esté adiestrado profesionalmente para reconocer la mala fe. El dilema es claro: o se hace cumplir a rajatabla la letra de la ley –y, por consiguiente, dictaminar la inoponibilidad a la sociedad de los pactos parasociales, abriendo peligrosamente la puerta al oportunismo-, o se obliga al cumplimiento del pacto. Actualmente la cuestión es muy incierta, lo cual pone a prueba la audacia y el ingenio de los profesionales del derecho para articular mecanismos contractuales que posibiliten el *enforcement* societario del pacto parasocial (una de las fórmulas más usadas es la de introducir los pactos a través de prestaciones accesorias). Nótese que estas estrategias constituyen de por sí una seria disfunción. Cuando los riesgos de la litigación no pueden ser previstos con cierta confianza, es de suponer que las partes se abstendrán de involucrarse en actividades socialmente productivas o tomarán excesivas y costosas precauciones para reducir su riesgo. Es más, el hecho de que las reglas jurídicas comporten un alto coste administrativo es ya una buena razón para hacernos reflexionar seriamente sobre su racionalidad. Pero mientras

CAP. XIV

23 SÁEZ LACAVE. “Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces”, cit.

llegue ese momento, sus excesos deben ser combatidos con los instrumentos que nos brinda el derecho vigente. La pelota, al menos eso parece por el número de casos que se suscitan, está en el tejado de los jueces.

Para remediar esta situación, las cortes españolas han tenido que recurrir a complejas maniobras interpretativas para hacer valer los acuerdos de accionistas. El dilema que describe la autora ha conducido a dos posibles escenarios en los estrados judiciales españoles: o bien los jueces ignoran las situaciones de abuso y hacen una aplicación formalista de la ley, desestimando el recurso, o bien los jueces acuden a “argucias jurídicas más o menos artificiosas o desproporcionadas para legitimar la impugnación [de la decisión social], como la doctrina del levantamiento del velo, o la ficción de entender que el pacto parasocial es un acuerdo de junta universal”²⁴.

3.3. Francia

Los acuerdos de accionistas son también figura usual en el ámbito empresarial, reflejando acuerdos sobre el control accionario, mecanismos de salida, principios de gestión, sindicatos de voto, derechos de información, entre otros²⁵. En Francia, los acuerdos de accionistas han sido dotados de amplia efectividad echando mano de recursos propios del derecho contractual y de los remedios transitorios de carácter procesal.

En términos generales, puede sostenerse que la regla general es que los acuerdos de accionistas son válidos únicamente entre las partes lo cual es desarrollo del postulado de la relatividad consagrado en el artículo 1165 del Código Civil de ese país. De conformidad con el artículo 1142 del *Code Civil*, toda obligación de hacer o de no hacer da lugar a la obligación de indemnizar perjuicios en caso de incumplimiento. Sin embargo, como lo explica Olivier De Précigout, la obligación de indemnizar perjuicios puede no ser satisfactoria en el contexto de los acuerdos de accionistas por múltiples razones, incluyendo la dificultad de probar el perjuicio y de cuantificarlo y la de establecer el nexo causal. Esto ha dado lugar a que las cortes francesas apliquen la figura la ejecución forzada (*exécution forcée*) para lograr el cumplimiento de los acuerdos de accionistas. En un fallo de la corte de apelaciones de París²⁶, la misma sostuvo que si el incumplimiento de una obligación de hacer da lugar a la indemnización de perjuicios, resulta de otras disposiciones subsiguientes que el actor tiene, no obstante, el derecho de reclamar la ejecución en natura siempre que dicha ejecución sea posible²⁷. En este caso, las partes habían acordado votar a favor de un aumento de capital, obligación que había sido incumplida por

24 SÁEZ LACAVE. “Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces”, cit.

25 DE PRÉCIGOUT, Olivier. *L'Efficacité des Pactes d'actionnaires*, Option Finance, Paris, 2012.

26 CA Paris, 5e ch, 30 juin 1995. Ste Metaleurpo c Sté Financiere Delot et Cie.

27 De PRÉCIGOUT, *L'Efficacité des Pactes d'actionnaires*, cit.

una de ellas. De conformidad con lo anterior, la corte en este caso confirmó la orden del tribunal de comercio de convocar una nueva reunión con miras a llevar a cabo el antedicho aumento de capital y ordenar al accionista incumplido a votar a favor de dicho aumento.

La ejecución forzada también ha sido aplicada al amparo del artículo 873 del Código de Procedimiento Civil francés, que permite al juez tomar las medidas conservatorias necesarias para prevenir un daño inminente o hacer cesar una situación manifiestamente ilegal. En un caso reciente, el accionista mayoritario había acordado con el accionista minoritario que el comité de vigilancia estaría integrado por tres miembros nombrados por el primero y dos miembros nombrados por el segundo. Sin embargo, en la asamblea de accionistas, el accionista mayoritario se rehusó a votar a favor de dicha composición. El tribunal de comercio de París²⁸ ordenó que se celebrara una nueva asamblea y se nombraran dos miembros elegidos por el accionista minoritario. Dicha decisión fue tomada al amparo del citado artículo 873 como una medida conservatoria. En apelación, la corte de apelaciones de París ratificó la decisión al amparo del artículo 1142 ya citado, ratificando que la ejecución forzada del acuerdo es procedente siempre que ello sea posible.

Respecto de las obligaciones de no hacer contenidas en los acuerdos de accionistas, las cortes han aplicado el artículo 1143 del *Code Civil*, que permite al actor demandar que aquello que se hubiese hecho en violación del pacto sea destruido. En un caso reciente fallado por la Corte de casación²⁹, dos accionistas habían acordado adquirir conjuntamente las acciones de un tercer accionista; sin embargo, uno de los accionistas adquirió por sí solo todas las acciones de dicho accionista. La corte de apelaciones de Versalles había considerado que dicha situación podría remediarself generando una paridad entre los dos accionistas (que era la situación preexistente al incumplimiento). Sin embargo, la Corte de casación censuró dicha aproximación, indicando que la corte de apelaciones solo habría podido declarar la nulidad de la adquisición de las acciones por parte del accionista incumplido, mas no ordenar que el accionista cumplido recibiera acciones en un número igual al del incumplido, al tenor del artículo 1143 y del principio de reparación integral.

CAP. XIV

3.4. Rusia

Aunque no hay una aparente similitud entre los sistemas jurídicos de Rusia y de los países de Latinoamérica, la experiencia de este país es un excelente ejemplo de cómo la importancia económica de los acuerdos de accionistas demanda una respuesta institucional que debe estar dirigida a reconocer la efectividad de los mismos. También sirve para recordarnos que la

28 T Com Paris, ord réf, 3 août 2001, N.º 2011052610, SAS Médéric Innovation c/ Assisteo Europe.

29 Cass com 24 mai 2011, No 10-24 869, Sté Véolia Propreté c/ Sté Esterra.

dinámica económica es demasiada fuerte para dejarse contener por desueltas estructuras jurídicas.

Como lo relata Suren Gomstian³⁰, mucho antes de la expedición de normas positivas sobre la validez o eficacia de los acuerdos de accionistas, tales instrumentos comenzaron a popularizarse en Rusia, en gran parte gracias a la intensificación de la influencia de las técnicas contractuales occidentales y de las relaciones de comercio con occidente. Sin embargo, la comunidad de negocios y los practicantes quedaron perplejos con la decisión *Megafon* expedida por la Corte Federal de Arbitraje de la Región de Siberia del Oeste en 2006, en la cual la misma declaró que las estipulaciones de un acuerdo de accionistas respecto de la conformación de la junta, restricciones al derecho de voto, reglas sobre *quórum*, y acuerdos de no competencia, entre otros, eran nulas y los acuerdos de voto no eran oponibles a la sociedad y su incumplimiento no generaba otro remedio más que la indemnización de perjuicios o la imposición de sanciones pecuniarias de tipo civil.

La respuesta no se hizo esperar y consistió en que a partir de dicha decisión se generalizó la práctica de determinar como ley aplicable a dichos contratos una ley extranjera, en particular la ley del Reino Unido. Como lo explica Gomstian, esto suscitó preocupaciones de distinto orden, desde la preocupación por la soberanía e integridad del sistema jurídico ruso hasta la no menos relevante de los abogados que vieron cómo su práctica se vio desplazada por la de las firmas del Reino Unido con oficinas en Moscú y San Petersburgo. En este contexto y como reacción a ello, en el 2008 y el 2009, se introdujeron reformas legislativas para reconocerle efectividad a los acuerdos de accionistas.

Respecto de los remedios judiciales disponibles en caso de incumplimiento, Gomstian explica que las reformas introducidas no consagran expresamente la oponibilidad de los acuerdos de accionistas frente a la sociedad, pero que algún sector de la doctrina reconoce que teóricamente es posible llegar a un resultado similar a través de la acción de ejecución específica (*specific performance*). Una limitación evidente de dicha posición consiste, en todo caso, en que dicho remedio solo es útil en la medida en que no se haya consumado el incumplimiento al punto que sea imposible deshacerlo.

Por lo demás, Gomstian concluye su análisis indicando que a pesar de que el legislador ruso pretendió generar una infraestructura normativa que se equiparara en gran medida a las reglas establecidas en las leyes del Reino Unido, los practicantes no han renunciado al uso de dichas leyes en los acuerdos de accionistas rusos.

30 GOMSTIAN, *The Enforcement of Shareholders Agreements under English and Russian Law*, cit.

3.5. Conclusiones sobre el análisis de derecho comparado

Según el análisis de los sistemas precedentes, pueden hacerse las siguientes conclusiones:

- Los acuerdos de accionistas son herramientas ampliamente difundidas en todas las jurisdicciones analizadas. Sus estipulaciones más usuales están relacionadas con la forma en que se ejercerá el derecho de voto y acuerdos sobre la transferencia de acciones.
- Es evidente que, en todas las jurisdicciones analizadas, hay una marcada preocupación por la *exigibilidad* de los acuerdos de accionistas. Parece haber consenso en el sentido de que es deseable, dentro de los límites típicos del derecho de contratos, maximizar la efectividad de dichos acuerdos. El caso ruso es un buen ejemplo de cómo el mercado establecerá soluciones cuando la normatividad local no ofrece un buen marco normativo que garantice la eficacia de tales acuerdos.
- En términos generales, puede sostenerse que en todas las jurisdicciones analizadas los acuerdos de accionistas son válidos entre las partes. Asimismo, dichos acuerdos de una u otra forma se han hecho exigibles frente a la sociedad haciendo uso de herramientas contractuales propias del sistema local. Así, en los Estados Unidos, la Sección 7.31 del MBCA establece que los acuerdos de voto son *specifically enforceable* lo cual permite hacer uso de *injunctions* para prevenir decisiones sociales que serían violatorias del acuerdo de accionistas. En Francia, las cortes han apelado a la figura de la *exécution forcée* para llegar a resultados similares. En España, las cortes han tenido que acudir a expedientes más intrincados para el efecto, como lo son la teoría del levantamiento del velo corporativo o la caracterización de tales acuerdos como decisiones de la junta de socios.
- En cuanto a la transferencia de acciones, el sistema estadounidense es particularmente relevante al reconocer la *exigibilidad* de los distintos pactos que el mercado ha desarrollado al respecto, como los *drags*, los *tags*, los *calls* y los *lock-ups*. En relación con las restricciones a la enajenación de acciones, en la medida en que las mismas hayan sido anotadas en el título o hayan sido notificadas; las mismas son oponibles a terceros.

4. LA EXIGIBILIDAD DE LOS ACUERDOS DE ACCIONISTAS EN EL DERECHO COLOMBIANO

4.1. Exigibilidad de los acuerdos de accionistas respecto de sociedades no inscritas

4.1.1. *El Código de Comercio*

El Código de Comercio partía de una concepción hostil a los acuerdos de accionistas. El artículo 118 al respecto establecía que “frente a la sociedad y a terceros no se admitirá prueba de ninguna especie contra el tenor de las escrituras otorgadas con sujeción a los artículos 110 y 113, ni para justificar la existencia de pactos no expresados en ella”. Como lo ha reconocido la Superintendencia de Sociedades y se explica más adelante, esta norma ha sido interpretada en el sentido de que los pactos para-estatutarios son válidos entre las partes pero no son oponibles a la sociedad. Esta interpretación descansa en el principio de la autonomía de la voluntad privada, según el cual los accionistas tendrían libertad para celebrar acuerdos en relación con los derechos inherentes a dicha calidad; pero en la medida en que tales acuerdos no gozan de la publicidad mercantil propia de los estatutos sociales ni han sido adoptados por todos los socios, los mismos no tendrían efectos frente a la sociedad. Esta disposición es un ejemplo de la disociación, común en otras jurisdicciones, entre el ámbito societario y el ámbito contractual. Según esta disociación, la oponibilidad estaría reservada para los actos de estirpe societaria, que deben someterse a las formalidades propias del régimen societario en materia de mayorías, publicidad, etcétera (las “escrituras otorgadas con sujeción a los artículos 110 y 113” en los términos del artículo 118 citado). En contraposición, los actos meramente contractuales no gozarían de oponibilidad frente a la sociedad, quedando su ejecución limitada a las reglas que regulan el incumplimiento contractual las cuales confieren a la parte cumplida el derecho a la resolución del contrato o, cuando ello es posible, a exigir el cumplimiento, en cada caso con indemnización de perjuicios. Su efectividad ante la sociedad estaría sujeta al albur de las circunstancias.

4.1.2. *La Ley 222 de 1995 y el origen de la doctrina de la oponibilidad*

La Ley 222 de 1995 representa una de las reformas más importantes al régimen societario colombiano, en gran parte dirigida a modernizar y flexibilizar dicho régimen. En este contexto, el artículo 70 de la Ley 222 (al que en adelante nos referiremos simplemente como el “artículo 70”) introdujo una nueva regulación respecto de los acuerdos de accionistas cuyo principal efecto fue reconocer la validez de los mismos y, aunque no sin haber requerido algo de ayuda por parte de los intérpretes posteriores de la norma, sentar las bases para lo que aquí denominaremos la doctrina de la oponibilidad. Visto en retrospectiva y en conjunto con la evolución que la norma en comento ha

tenido tanto en la doctrina como en los estrados judiciales, es evidente que el artículo 70 representa un hito de inflexión en la historia de los acuerdos de accionistas en Colombia, marcando el tránsito de un sistema relativamente adverso a tales acuerdos, a un sistema que no solamente les confiere plena validez sino que, a diferencia de lo que ocurre en otras jurisdicciones, reforzó su eficacia haciéndolos, sujeto al lleno de ciertos requisitos, oponibles a la sociedad y a los demás accionistas.

Este estado de cosas no ha sido, sin embargo, pacífico. A pesar de su evidente carácter innovador y el claro reconocimiento de la validez de los acuerdos de accionistas, el texto del artículo 70 ha sido célebre por la confusión que ha generado entre los operadores jurídicos en torno a la cuestión de la oponibilidad. La fuente de dicha confusión radica en la intrincada estructura de la norma que solo permitió llegar a la doctrina de la oponibilidad de manera oblicua, obligando al operador jurídico a acudir a un ejercicio interpretativo moderadamente complejo para el efecto. El texto de la norma es el siguiente:

Dos o más accionistas que no sean administradores de la sociedad, podrán celebrar acuerdos en virtud de los cuales se comprometan a votar en igual o determinado sentido en las asambleas de accionistas. Dicho acuerdo podrá comprender la estipulación que permita a uno o más de ellos o a un tercero, llevar la representación de todos en la reunión o reuniones de la asamblea. Esta estipulación producirá efectos respecto de la sociedad siempre que el acuerdo conste por escrito y que se entregue al representante legal para su depósito en las oficinas donde funcione la administración de la sociedad. En lo demás, ni la sociedad ni los demás accionistas, responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo.

Como se observa, en vez de incluir una redacción positiva en el sentido de mencionar que los acuerdos de accionistas que cumplen con los requisitos indicados en la norma son oponibles a la sociedad, el precepto acude a una curiosa fórmula negativa que, en opinión de la doctrina mayoritaria, conduce al mismo resultado³¹. Evidentemente, la cuestión que tanta incertidumbre ha

CAP. XIV

31 No deja de ser interesante en este punto el hecho de que a diferencia del artículo 70, el artículo 24 de la Ley 1258 de 2008 (que regula las sociedades por acciones simplificadas y analizaremos más adelante) es mucho más explícito y directo al referirse a la oponibilidad de los acuerdos de accionistas, mencionado que los mismos “deberán ser acatados por la compañía cuando hubieren sido depositados en las oficinas donde funcione la administración de la sociedad [...]”. Es notorio que la interacción de dicho artículo con su antecesores ha generado externalidades de red y externalidades de aprendizaje. En efecto, la expedición del artículo 24 generó una posición más favorable respecto de la efectividad de los acuerdos de accionistas y, por ende, atrajo un uso más extendido de los mismos y una interpretación más proclive a reconocer su carácter de oponible, fortaleciendo así aún más la interpretación de que dicha oponibilidad también estaba consagrada en el artículo 70, solo que mediante un menos afortunado uso del lenguaje. Sobre las externalidades de red, véase KLAUSNER, Michael, “Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts”, en *Virginia Law Review*, vol. LXXXI, Virginia, 1995, pp. 779, 843-847.

generado tiene que ver con la última frase de la norma: “En lo demás, ni la sociedad ni los demás accionistas, responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo.” Como veremos a continuación, la interpretación mayoritaria ha considerado que dicho precepto implica, *a contrario sensu*, que si el acuerdo de accionistas cumple con los requisitos anotados en el artículo 70, entonces la sociedad y los demás accionistas sí responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo, lo que equivale a decir que el acuerdo será oponible a tales personas.

Sin embargo, la desafortunada redacción del artículo 70 ha bifurcado la opinión dando lugar a dos aproximaciones en torno al alcance de los acuerdos de accionistas las cuales explicamos esquemáticamente en las próximas líneas.

a. El alcance limitado de los acuerdos de accionistas

Según esta posición, quizás minoritaria³², los acuerdos de accionistas suscritos en cumplimiento de los requisitos del artículo 70 son válidos entre las partes, pero no son oponibles frente a la sociedad.

Un argumento a favor de esta posición es la interpretación según la cual la última frase de la norma (“en lo demás, ni la sociedad ni los demás accionistas, responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo”) califica únicamente la frase inmediatamente anterior y no a la primera frase de la norma. Visto de otra manera, la norma tendría dos preceptos normativos con alcances distintos, así: (i) un primer precepto, según el cual “dos o más accionistas que no sean administradores de la sociedad, podrán celebrar acuerdos en virtud de los cuales se comprometan a votar en igual o determinado sentido en las asambleas de accionistas; y (ii) un segundo precepto, según el cual dicho acuerdo podrá comprender la estipulación que permita a uno o más de ellos o a un tercero, llevar la representación de todos en la reunión o reuniones de la asamblea, estipulación esta que producirá efectos respecto de la sociedad siempre que el acuerdo conste por escrito y que se entregue al representante legal para su depósito en las oficinas donde funcione la administración de la sociedad. En lo demás, ni la sociedad ni los demás accionistas, responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo (de apoderamiento).

Según esta posición, el segundo precepto estaría dirigido a regular el potencial acto de apoderamiento para el ejercicio del derecho de voto en una o más reuniones, indicando que para que dicho poder sea oponible frente a terceros; el mismo debe depositarse en las oficinas de la sociedad y agregando que, “en lo demás”, es decir, si dicho poder no se somete a tal depósito, ni la sociedad ni los demás accionistas responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo de apoderamiento. Esta interpretación es consistente

32 NARVÁEZ, José Ignacio. *Teoría general de las sociedades*, Legis, Bogotá, 2008, p. 305.

con la teoría de la representación, en el sentido de que solamente en cuanto el acto de apoderamiento sea público gozará de oponibilidad frente a terceros.

Algo que no logra dilucidar adecuadamente esta posición interpretativa es cuál es el efecto que produce la ausencia de alguno de los requisitos anotados en el artículo 70, a saber: (i) que el acuerdo conste por escrito, (ii) que sea suscrito por accionistas que no tengan la calidad de administradores, (iii) que versen sobre una sindicación de voto (con o sin apoderamiento) y (iv) que el acuerdo sea depositado en las oficinas de la sociedad. Este debate ha sido especialmente álgido en relación con el segundo de los requisitos mencionados, al punto que algunos han sostenido que un acuerdo de accionistas celebrado por accionistas que son, a su vez, administradores de la sociedad adolece de nulidad. Esta fue incluso la posición que, en algún momento, esgrimió la Superintendencia de Sociedades³³. Sin embargo, si se lleva esta posición al extremo, también habría que concluir que un acuerdo de accionistas que tenga un contenido sustancial distinto a acuerdos de voto, como es el caso, muy común entre nosotros, de los acuerdos sobre la transferencia

-
- 33 En efecto, al referirse a las consecuencias que se derivan cuando en el mismo participa un accionista que después de haberlo suscrito es designado como administrador, la entidad sostuvo lo siguiente:

“A ese respecto se debe señalar que en efecto el artículo 70 de la Ley 222 de 1995, establece que los accionistas, siempre que no sean administradores de la sociedad, pueden celebrar acuerdos a través de los cuales se comprometan a dar su voto en las reuniones de la asamblea en un determinado sentido, o a permitir que una o más personas lleven la representación de todos ellos en la asamblea general de accionistas. Estos acuerdos una vez celebrados son ley para las partes, según los términos del artículo 1602 del C.C, por lo que no pueden ser invalidados sino por su consentimiento mutuo o por causas legales y como tal, producen efectos respecto de la sociedad cuando cumplan las condiciones para ese fin exigidas, esto es que consten por escrito y, que sean depositado en las oficinas donde funcione la administración de la compañía.

En el entendido entonces que el acuerdo entre accionistas legitimados, produce todos los efectos que está llamado a surtir frente a los contratantes y la sociedad desde el momento en que es celebrado, en la medida en que se hayan cumplido los requisitos legales pertinentes, resulta claro en concepto de este Despacho que sin perjuicio de lo que el mismo haya estipulado en relación con su vigencia, la ocurrencia de una inhabilidad sobreviniente respecto de uno de los contratantes, como sería la de llegar a ostentar la calidad de administrador, suspende por sí misma la ejecución del contrato, sin necesidad de declaración judicial.”

Si bien no es esta la autoridad competente para conocer de las controversias que puedan surgir con ocasión de los acuerdos suscritos al amparo de la disposición legal invocada, los que han de ser ventilados ante la justicia ordinaria, no está demás señalar que lo procedente en las circunstancias descritas sería dar por terminado formalmente el acuerdo, en orden a evitar interpretaciones diversas.”

Restaría por advertir que no se configuraría en ese evento ninguna conducta objeto de sanción, en la medida en que la prohibición legal aplica para aquellas personas que al momento de suscribir el acuerdo ostenten la calidad de administradores, mas [no] para los que a *posteriori* lleguen a adquirirla.” (Oficio 220-031575 Del 24 de Mayo de 2010; Oficio 220-060176 Del 08 de agosto de 2012; Oficio 220-080862 Del 11 de septiembre de 2012.)

de acciones o los acuerdos de liquidez, sería nulo³⁴. En nuestra opinión, esta conclusión sería contraria a los más básicos preceptos de libertad contractual. Esto puede explicar por qué en la sentencia Vermont (que analizaremos más adelante) la Superintendencia de Sociedades rectifica su posición, indicando que de no cumplirse con la exigencia de que los accionistas suscriptores no sean administradores, el respectivo acuerdo solo tendrá efectos entre los accionistas que lo celebraron³⁵. La misma posición ha sido reconocida en la jurisprudencia arbitral³⁶.

De otro lado, el hecho de que el artículo 24 de la Ley 1258 de 2008³⁷, que regula los acuerdos de accionistas en las sociedades por acciones sim-

- 34 Vale la pena anotar que mientras este artículo estaba en proceso de impresión se produjo un laudo arbitral de fecha 11 de agosto de 2014 que abordó la pregunta sobre cuál es el efecto que se produce cuando un acuerdo de accionistas es suscrito por accionistas que tienen la calidad de administradores (Carlos Sierra et al vs. Colmenares et al). En este pronunciamiento, al amparo de un juicioso análisis de orden civilista, el Tribunal concluyó que en este respecto el Artículo 70 establece una restricción de claro corte subjetivo y de carácter imperativo. Por lo anterior, el Tribunal dedujo que un acuerdo de accionistas que transgreda esta restricción se encuentra viciado de nulidad absoluta (al tenor del Artículo 899-1 del Código de Comercio). Un análisis detallado de este laudo arbitral excede los límites de este artículo, pero el mismo amerita dos comentarios generales. Por un lado, este laudo pone de presente el costo hermenéutico generado por la desafortunada redacción, varias veces mencionada en este documento, del Artículo 70. De otro lado, ya en cuanto a la decisión misma, todo parece indicar que la misma descansa sobre una lectura de la norma a la que subyace la idea de que la última frase del Artículo 70 (“en lo demás”) no califica o no se refiere a la primera frase del mismo. Bajo esta lectura es evidente que el efecto jurídico que se produce cuando se verifica la situación de hecho descrita en la primera frase (que un accionista que también es administrador suscriba el acuerdo) no está regulado en el Artículo 70. Es este vacío legal el que obliga al Tribunal a analizar el régimen general de eficacia de los actos jurídicos, para concluir que la sanción correspondiente no puede ser la inoponibilidad (típicamente asociada a la inobservancia de requisitos de publicidad) sino la nulidad absoluta. El Tribunal, sin embargo, no explica por qué esa lectura debe preferirse a aquélla según la cual la última frase del Artículo 70 se refiere a todo lo que la antecede, incluyendo la primera frase de la norma. Bajo esta otra lectura, parece razonable sostener que la sanción (oponibilidad) está prevista en el Artículo 70 y no es necesario acudir a otros preceptos normativos para determinarla.
- 35 En dicha Sentencia, la Superintendencia manifiesta lo siguiente: “De no cumplirse con alguna de las exigencias mencionadas [se refiere a las exigencias consagradas en el artículo 70, incluyendo la de que los accionistas subscriptores no sean administradores], parece suficientemente claro que el respectivo acuerdo solo tendrá efectos entre los accionistas que lo celebraron”.
- 36 En el laudo arbitral Fabio Aristides Ruiz García, Alirio Hernán Ruiz García y otros contra Ricardo Cortes Martínez, Antonio Cortes Lozano y otros, del 15 de diciembre de 2011, el tribunal sostuvo que “[...] el carácter de administrador de la sociedad que ostente el suscriptor del acuerdo de accionistas no le impide su celebración, sino que claramente restringe los efectos negociales del mismo”.
- 37 Artículo 24. Acuerdos de accionistas. Los acuerdos de accionistas sobre la compra o venta de acciones, la preferencia para adquirirlas, las restricciones para transferirlas, el ejercicio del derecho de voto, la persona que habrá de representar las acciones en la asamblea y cualquier otro asunto lícito, deberán ser acatados por la compañía cuando hubieren sido

plificadas (y al cual nos referiremos varias veces en este artículo), no exija para la validez de los mismos que los accionistas que lo suscriben no sean administradores, arroja luces sobre la verdadera intención del legislador. No hay ninguna distinción entre las sociedades por acciones simplificadas y los demás tipos de sociedades (en particular, la sociedad anónima) que justifique que, en las primeras, el hecho de que un accionista suscriptor sea administrador no haga mella en la validez del acto; mientras que, en las segundas, la misma circunstancia lo vicie de nulidad o ineficacia. Según FRANCISCO REYES, este requisito subjetivo “constituye una nueva muestra del tradicional recelo que nuestra legislación ha mostrado frente a los gestores de la empresa social, y que hacen que en otras normas se les presuma, injustamente, como parcializados de mala fe”³⁸; y agrega que “como es natural, los administradores podrán celebrar válidamente acuerdos de accionistas no depositables, en los términos del artículo 118 del Código de Comercio. Evidentemente, estos convenios no serán oponibles a la sociedad ni a los demás accionistas, es decir, solo tendrán eficacia *inter partes*.”³⁹

También es preocupante (y demuestra un profundo nivel de incoherencia) en este respecto, que la propia Superintendencia de Sociedades haya impuesto sanciones a administradores que, siendo también accionistas, han suscrito este tipo de acuerdos. En este respecto, la Superintendencia ha considerado que la sola suscripción por parte del administrador de un acuerdo de accionistas es una violación a sus deberes fiduciarios, en particular al deber de abstenerse de celebrar actos que puedan generar un conflicto de intereses con la sociedad. Esta posición no parece razonable. No hay ningún precepto legal que permita concluir que el solo hecho de que un administrador suscriba un acuerdo de accionistas conlleve a una violación a sus deberes fiduciarios. Si, cuestión esta que es muy distinta, el ejercicio de los derechos o el cumplimiento de las obligaciones establecidas en el mismo implican para el administrador un conflicto de intereses, entonces dicho conflicto deberá administrarse de conformidad con las normas relevantes, que como bien se sabe no están encaminadas a prohibir, de antemano, la potencialidad del conflicto, sino a gestionarlo en caso de que se presente.

CAP. XIV

depositados en las oficinas donde funcione la administración de la sociedad, siempre que su término no fuere superior a diez (10) años, prorrogables por voluntad unánime de sus suscriptores por períodos que no superen los diez (10) años.

Los accionistas suscriptores del acuerdo deberán indicar, en el momento de depositarlo, la persona que habrá de representarlos para recibir información o para suministrársela cuando esta fuere solicitada. La compañía podrá requerir por escrito al representante aclaraciones sobre cualquiera de las cláusulas del acuerdo, en cuyo caso la respuesta deberá suministrarse, también por escrito, dentro de los cinco (5) días comunes siguientes al recibo de la solicitud.

38 REYES VILLAMIZAR, Francisco, *Derecho societario*, 2.^a ed., Temis, Bogotá, T. I., 2006, p. 546.

39 REYES VILLAMIZAR, *Derecho societario*, cit., p. 545.

Como se indicó y se muestra en lo que sigue, esta posición es minoritaria y no tiene respaldo doctrinal o jurisprudencial en la actualidad.

b. La doctrina de la oponibilidad

La interpretación mayoritaria no ha hecho la distinción arriba anotada y ha considerado que la última frase del artículo 70 se refiere no solamente al acto de apoderamiento, sino a todo el contenido normativo del artículo, cobijando así también los acuerdos de accionistas sin apoderamiento. Sobre esta base, la interpretación mayoritaria considera que dicho precepto implica, *a contrario sensu*, que si el acuerdo de accionistas cumple con los requisitos anotados, entonces la sociedad y los demás accionistas sí responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo. Esta posición ha sido acogida por un importante sector de la doctrina⁴⁰ la cual ha sentado las bases para construir la doctrina de la oponibilidad.

Ni siquiera esta corriente ha desconocido el hecho de que la doctrina de la oponibilidad solo cobija a los acuerdos de accionistas que cumplen con los requisitos indicados en el artículo 70. Así, esta lectura da lugar a dos tipos de acuerdos de accionistas: (i) aquellos que versan sobre acuerdos de voto que, si cumplen con los demás requisitos, serían oponibles a la sociedad; y (ii) aquellos que versan sobre materias distintas (siendo los acuerdos sobre la transferencia de acciones el más notorio ejemplo), los cuales son válidos entre las partes, pero no son oponibles frente a la sociedad⁴¹.

En los siguientes ítems, mostraremos cómo evolucionó esta doctrina hasta la actualidad, habiéndose consolidado como la posición oficial de la Superintendencia de Sociedades la cual recientemente quedó plasmada, de manera clara, en la sentencia Vermont.

4.1.3. Los primeros conceptos de la Superintendencia de Sociedades

La Superintendencia de Sociedades ha abordado la cuestión a través de conceptos no vinculantes expedidos en atención a consultas presentadas por la ciudadanía. Es importante notar que, de manera muy temprana, la Superintendencia abogó por la doctrina de la oponibilidad. Sin embargo, estos primeros conceptos se caracterizan por el hecho de que el análisis adelantado por la Superintendencia en ese momento no tuvo la profundidad con la que la discusión se enriqueció más adelante. En efecto, estos conceptos se destacan

40 REYES VILLAMIZAR, *Derecho Societario*, cit., p. 544. MARTÍNEZ, Néstor Humberto, Cátedra de Derecho Contractual Societario, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 2010, p. 117. GIL, Jorge Hernán, *Estudio de derecho societario moderno y comparado*, Cámara de Comercio de Bogotá, Bogotá, 2008, p.53.

41 Con el mismo alcance mencionado en la nota al pie 31, esta distinción fue eliminada por la Ley 1258 de 2008 la cual reconoce el beneficio de la oponibilidad a cualquier acuerdo de accionistas que verse sobre cualquier “asunto lícito”.

por su brevedad, por no incluir citas o referencias doctrinales y por rehuir el fondo del debate en torno a la estructura gramatical del artículo 70 y el alcance de la última frase (“en lo demás...”). El lector podrá notar esa característica si contrasta estos primeros conceptos con la sentencia Vermont o incluso con conceptos más recientes de la misma entidad o de la Superintendencia Financiera los cuales abordaremos más adelante. A continuación, se presenta un resumen de los primeros conceptos:

- Concepto 220-19417 de abril 15 de 1997

En este concepto, uno de los primeros emitidos sobre el asunto en vigencia de la Ley 222 de 1995, la Superintendencia hace un recuento en abstracto de la sindicación de acciones, recopilando apartes de la doctrina relevante. Al detenerse en el régimen colombiano y, exactamente, en el artículo 70, la Superintendencia culmina afirmando (sin mayor análisis al respecto) que “para que el acuerdo sea oponible a la sociedad deberá constar por escrito y entregarse al representante legal para su depósito”.

- Concepto 220-009238 de marzo 11 de 2004

En este concepto, la Superintendencia reconoció la distinción que existe entre los acuerdos de voto y los acuerdos que versen sobre otras materias, como la enajenación de acciones. Al amparo del artículo 70, la Superintendencia esbozó lo que en nuestra opinión es la doctrina vigente de dicha entidad, a saber, que los acuerdos de accionistas que versen sobre acuerdos o sindicación de voto son, en cuanto cumplan con los demás requisitos, oponibles a la sociedad; mientras que los acuerdos que versen sobre otras materias son válidos *inter partes*, pero no son oponibles a la sociedad. Estas son las palabras de la Superintendencia:

Como de su simple lectura se advierte [la lectura del artículo 70], la norma transcrita permite que dos o más socios o accionistas que no sean administradores de la sociedad, celebren un acuerdo, cuyas estipulaciones también resultarán vinculantes para la sociedad y para los restantes asociados, siempre que se cumplan las condiciones para ese efecto establecidas, lo que entre otras implica que el acuerdo exclusivamente podrá versar sobre la forma en que habrá de emitirse el voto en las reuniones del máximo órgano social, o referirse a la persona o personas que representarán el bloque de acciones, cuotas o partes de interés de los participantes en una o varias reuniones del mencionado órgano.

Ahora, si bien la razón invocada, en concepto de este Despacho, es suficiente para concluir categóricamente que no es viable al amparo del artículo 70 de la mencionada Ley 222, celebrar acuerdos sobre

temas distintos a los señalados taxativamente, se debe precisar en todo caso, que ello no obsta para que los asociados en ejercicio de la autonomía de la voluntad privada, puedan celebrar discrecionalmente acuerdos sobre otros asuntos, como serían los que contengan condiciones relacionadas con la enajenación de acciones, caso en el cual estos, que la doctrina ha denominado tradicionalmente acuerdos privados, resultarán plenamente válidos entre los socios que los suscriben, pero a diferencia de los anteriores, no tendrán carácter vinculante frente a la compañía ni a los demás asociados (artículo 118 del Código de Comercio).

- Concepto 220-14211 de Marzo 23 de 2005

En este concepto, la Superintendencia ratificó la doctrina sentada en el concepto de marzo de 2004. Sin embargo, la entidad agrega un elemento adicional al detenerse en el análisis de la última frase del artículo 70, para indicar que de dicha construcción “se debe inferir que si la omisión de esta última formalidad priva al acuerdo de efectos frente a la sociedad [se refiere al depósito], su cumplimiento por el contrario supone que el convenio es vinculante para la misma y por consiguiente, que así como los suscriptores, ella debe acatar sus estipulaciones”.

Así lo expone la entidad:

La respuesta al interrogante planteado, exige efectuar unas breves consideraciones en torno a la previsión que introdujo en la legislación mercantil la figura los “Acuerdos entre Accionistas” contenida en el artículo 70 de la mencionada Ley, a cuyo tenor: “Dos o más accionistas que no sean administradores de la sociedad, podrán celebrar acuerdos en virtud de los cuales se comprometan a votar en igual o determinado sentido en las asambleas de accionistas. Dicho acuerdo podrá comprender la estipulación que permita a uno o más de ellos o a un tercero, llevar la representación de todos en la reunión o reuniones de asamblea. *Esta estipulación producirá efectos respecto de la sociedad siempre que el acuerdo conste por escrito y que se entregue al representante legal para su depósito en las oficinas donde funcione la administración de la sociedad.* En los demás, ni la sociedad ni los demás accionistas responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo”.

Como de su simple lectura se advierte, la norma transcrita permite que dos o más socios o accionistas que no sean administradores de la sociedad, celebren un acuerdo, cuyas estipulaciones también resultarán vinculantes para la sociedad y para los restantes asociados, siempre que se cumplan las condiciones para ese efecto establecidas, lo que entre otras implica, prime-

ro, que el acuerdo exclusivamente podrá versar sobre la forma en que habrá de emitirse el voto en las reuniones del máximo órgano social, o referirse a la persona o personas que representarán el bloque de acciones, cuotas o partes de interés de los participantes en una o varias reuniones del mencionado órgano y segundo, que es condición esencial para que el acuerdo produzca los efectos de oponibilidad a que la norma alude, que el mismo conste por escrito y sea depositado en las oficinas de administración de la sociedad, mediante su entrega formal al representante legal de la compañía.

De lo anterior, se debe inferir que si la omisión de esta última formalidad priva al acuerdo de efectos frente a sociedad, su cumplimiento por el contrario supone que el convenio es vinculante para la misma y, por consiguiente, que así como los suscriptores, ella debe acatar sus estipulaciones.

Por último, no está de más señalar que, en todo caso, los asociados en ejercicio de la autonomía de la voluntad privada, pueden celebrar discrecionalmente acuerdos sobre asuntos diferentes, en cuyo caso estos, que la doctrina ha denominado tradicionalmente acuerdos privados, resultarán plenamente válidos entre los socios que los suscriban, pero a diferencia de los anteriores, no tendrán carácter vinculante frente a la compañía ni a los demás asociados (artículo 118 del Código de Comercio).

4.1.4. Algunos conceptos disonantes

A pesar de la contundencia con que la Superintendencia adoptó la doctrina de la oponibilidad, en al menos dos ocasiones titubeó a la hora de reconocer los efectos prácticos que se derivan de la misma.

En el Concepto 220-30490 de julio 1 de 2004, la Superintendencia atendió dos preguntas que algún ciudadano formuló en relación con los efectos prácticos del artículo 70, tal como se transcribe a continuación:

“1.- ¿Una Sociedad anónima puede obligar a que las partes cumplan un acuerdo de accionistas celebrado entre dos de sus accionistas, comprometiendo el sentido de su voto?”

Sea lo primero que la mencionada norma permite a los accionistas que no sean administradores de la sociedad, celebrar acuerdos en virtud de los cuales se comprometan a dar su voto en las reuniones de asamblea en un determinado sentido, o a permitir a una o más personas llevar la representación de todos ellos en la asamblea general de accionistas, acuerdo que produce efectos respectos de la sociedad siempre que el mismo reúna dos condiciones, es decir, que conste por escrito y que sea depositado en las oficinas donde funcione la administración de la compañía.

Como quiera que este sea, se trata de un pacto celebrado por particulares en ejercicio de la autonomía de la voluntad privada y que en él están involucrados solamente los intereses de quienes lo suscriben; puesto que es un acuerdo realizado fuera del contrato de sociedad, el conocimiento del desacato al mismo por parte de alguno de los intervenientes corresponde a la justicia ordinaria y, tal como lo expresa la última parte del citado artículo 70, ni la sociedad ni los demás accionistas responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo.

“2.- Puede una de las partes suscriptora del acuerdo de accionistas, votar en la asamblea de accionistas en sentido contrario a lo pactado en dicho acuerdo. ¿Qué consecuencias le acarrearía esto con respecto a la sociedad y con respecto a la otra parte?”

De conformidad con lo establecido por el artículo 1602 del Código Civil, todo contrato legalmente celebrado es una ley para los contratantes y no puede ser invalidado sino por su consentimiento mutuo o por causas legales; en consecuencia, si una de las partes llegare a votar en sentido contrario a lo pactado en el acuerdo, lo estaría incumpliendo y ello le acarrearía las consecuencias propias del incumplimiento de una obligación válidamente acordada con la otra, esto es, la parte incumplida puede hacer cumplir judicialmente el compromiso y/o perseguir una indemnización de perjuicios por la inobservancia cometida.

Además, acorde con lo dicho en la respuesta dada a la pregunta anterior, en cuanto a la última parte de la norma en estudio, que prescribe que ni la sociedad ni los demás accionistas responderán por el incumplimiento a los términos del acuerdo, para la parte renuente no habrá consecuencias en relación con la sociedad por el desacato al pacto que fue convenido, puesto que, aunque sí le afecta directamente el acuerdo estipulado, esta no hace parte de pacto que fue celebrado por aquella.

Esta posición fue reiterada en el Concepto 220-014973 de Marzo de 2006.

Como puede apreciarse, a pesar de que la Superintendencia recoge la doctrina de la oponibilidad, tal como fue esbozada en conceptos anteriores, incurre en un *non sequitur* al negarle efectos vinculantes frente a la sociedad y a terceros. Técnicamente, el error en que incurre la Superintendencia es evidente y consiste en una lectura imprecisa de la última frase del artículo 70, pues como se aprecia en el texto citado, al referirse a dicho aparte lo reduce al precepto de que “ni la sociedad ni los demás accionistas responden por el incumplimiento a los términos del mismo”. Pero lo que no ve la Superintendencia en este concepto es que dicho precepto está antecedido por la construcción “en lo demás” la cual no es un mero ornamento gramatical, sino que tiene el notable efecto de invertir el alcance de la frase que lo sucede. En efecto, la Superintendencia parece entender que esa frase indica que ni la sociedad ni los demás accionistas deben acatar lo dispuesto en el acuerdo de accionistas. Pero la realidad es otra, a sa-

ber, leída correctamente, dicha frase preceptúa que solamente si no se cumple con los requisitos indicados en el artículo 70 (este es el alcance de la construcción “en lo demás”), el acuerdo no deberá ser acatado por la sociedad o los demás accionistas, lo que *a contrario sensu* significa, como lo había ya reconocido la Superintendencia, que si dichos requisitos han sido satisfechos, entonces el acuerdo sí debe ser acatado por la sociedad y por los demás accionistas.

Conceptualmente, el error es más profundo. La Superintendencia incurre en una contradicción lógica, pues no parece posible sostener al mismo tiempo que el acuerdo de accionistas produce efectos frente a la sociedad y los demás socios, pero que el incumplimiento del mismo solo le da a la parte cumplida una acción contractual contra las demás partes del acuerdo.

Desde una perspectiva práctica, estos conceptos merman la efectividad de los acuerdos de accionistas sometiéndola al albur de que judicialmente sea posible deshacer los efectos derivados del incumplimiento lo cual, como se mostró en la primera parte de este artículo, no es deseable desde una perspectiva económica⁴².

Como veremos ahora, en la sentencia Vermont la Superintendencia corrigió estas inconsistencias, reiterando la doctrina de la oponibilidad y desenvolviendo vigorosamente los efectos que necesariamente se derivan de la misma.

4.1.5. *El laudo arbitral Ruiz vs. Cortes*⁴³

En el único laudo arbitral que conocemos sobre la materia⁴⁴, el tribunal de arbitramento sostuvo “sin dubitación alguna” la doctrina de la oponibilidad en los siguientes términos:

La norma en mención, artículo 70 de la Ley 222 de 1995, culmina con una manifestación contundente para calificar los efectos de aquellos acuerdos entre accionistas que se aparten de los requisitos consignados por dicha norma. Esa calificación es del siguiente tenor: “En los demás, ni la sociedad, ni los demás accionistas responderán por el incumplimiento a los términos del Acuerdo.” En otras palabras, la misma norma consagra la consecuencia jurídica para aquellos acuerdos entre accionistas que desatienden las exigencias que la misma disposición consagra y que no es otra que la sanción consistente en la imposibilidad de extender los efectos de tales acuerdos a la sociedad, y a los socios no suscriptores

CAP. XIV

42 Desde una perspectiva más teórica, estos conceptos muestran cómo la ambigüedad e imprecisión del legislador se traduce en costos de transacción (que se concretan en la inversión que debe hacerse para interpretar la norma, en mecanismos que posiblemente los abogados recomiendan a sus clientes para mitigar los efectos de una potencial interpretación adversa, costos litigiosos, etc.) que deben ser asumidos por los operadores jurídicos y especialmente por los particulares.

43 Laudo Arbitral Fabio Arístides Ruiz García, Alirio Hernán Ruiz García y otros contra Ricardo Cortes Martínez, Antonio Cortes Lozano y otros, del 15 de diciembre de 2011.

44 Salvo por el laudo arbitral Carlos Sierra et al vs. Colmenares et al, referido mas arriba.

de los mismos, quienes pueden legítimamente marginarse de todo efecto jurídico que emane de aquellos acuerdos.

[...]

En razón de lo anterior, para el Tribunal resulta palmario que la consecuencia jurídica que el artículo 70 de la Ley 222 de 1995 atribuye a los acuerdos de accionistas que desatiendan los requisitos consagrados por la misma norma, es, de manera incuestionable, la de su inoponibilidad en sentido estricto, tanto hacia la sociedad y como también hacia los demás accionistas marginados de dichos acuerdos, en razón de lo cual, dichos acuerdos preservan su absoluta validez, con fuerza vinculante plena pero reducida al círculo de los solos suscriptores de ellos, es decir, a quienes, por ejemplo se desempeñaban también como administradores de la sociedad. Lo mismo se predica respecto de aquellos acuerdos de accionistas mediante los cuales se regulan aspectos diferentes a los relacionados con la convergencia del voto, o de aquellos en los que no se surtió su depósito ante la administración de la sociedad.⁴⁵

[...]

Como consecuencia de todo lo anterior, puede afirmarse sin dubitación alguna que, ni nulidad absoluta, ni anulabilidad o nulidad relativa resultan ser las consecuencias que normativamente se adjudican a los acuerdos de accionistas que pretermitan los requerimientos legales señalados por el artículo 70 de la Ley 222 de 1995, pues para regular los efectos de la desatención a los presupuestos normativos, la misma disposición dispuso una sanción diferente: la inoponibilidad de dicho acuerdo frente a la sociedad y a los socios o accionistas no suscriptores del mismo, sin que por ello se ignore la supremacía de la autonomía negocial reflejada en el acuerdo y, menos aún, el convenio ley para las partes.⁴⁶

4.1.6. *El caso Vermont y la consolidación de la doctrina de la oponibilidad*

Sin lugar a dudas, el precedente más importante en esta materia es la reciente sentencia de la Superintendencia de Sociedades (SS) respecto de la sociedad Colegio Gimnasio Vermont Medellín S. A.⁴⁷ En esta sentencia, una de las primeras expedidas, en uso de facultades jurisdiccionales, la Su-

45 “Como es natural, los administradores podrán celebrar válidamente acuerdos de accionistas no depositables, en los términos del artículo 118 del Código de Comercio. Claro que estos convenios no serán oponibles a la sociedad ni a los demás accionistas, es decir, solo tendrán eficacia *inter partes*.” (REYES VILLAMIZAR, *Derecho societario*, cit., p. 545, cita: 102).

46 Artículo 1602 del Código Civil.

47 Sentencia de la Superintendencia de Sociedades. Proedinsa Calle & Cía S. en C. contra Inversiones Vermont Uno S. en C., Inversiones Vermont Dos S. en C., Inversiones Vermont Tres S. en C. y Colegio Gimnasio Vermont Medellín S.A. Expediente 73.138.

perintendencia de Sociedades tuvo que abordar de manera directa la pregunta sobre qué remedio legal tenía un accionista ante el incumplimiento de un acuerdo de voto por parte de otros accionistas. Sin titubeos, la Superintendencia hizo un juicioso examen del asunto ratificando de manera elocuente la doctrina de la oponibilidad.

Los hechos del caso son relativamente simples. En marzo de 2009, el bloque de accionistas mayoritario (compuesto por un número plural de accionistas) de la sociedad Vermont suscribió un acuerdo de accionistas con el bloque minoritario (también compuesto por un número plural). En dicho acuerdo, se incluyeron diversas estipulaciones sobre el gobierno de la compañía. Una de ellas consistía en un veto a favor del bloque minoritario en relación con futuras capitalizaciones, estipulación que, como se mencionó más arriba, constituye una protección antidilución.

En febrero de 2012, el bloque de accionistas mayoritario promovió y votó a favor de una reforma estatutaria para aumentar el capital autorizado de la sociedad. El bloque de accionistas minoritarios votó en contra de dicha reforma. Al amparo de dicho aumento de capital y previa aprobación de los reglamentos de suscripción por parte de la junta directiva, se emitieron acciones que fueron suscritas por el bloque de accionistas mayoritarios exclusivamente lo cual resultó en que el porcentaje de participación del bloque minoritario se diluyó del 47,5% al 15,8%. En vista de lo anterior, el bloque de accionistas minoritario demandó ante la Superintendencia de Sociedades el cumplimiento del acuerdo de accionistas.

Sobre este trasfondo fáctico, la Superintendencia se pronunció sobre los efectos del incumplimiento de los acuerdos de accionistas que versan sobre la forma de emitir el voto. A continuación, resumimos esquemáticamente los aspectos más relevantes de esta sentencia:

- La Superintendencia remite tangencialmente a argumentos propios del análisis económico del derecho para fundamentar la importante función que cumplen los acuerdos de accionistas y, por ende, la conveniencia de maximizar su efectividad.
- La entidad hace un recuento histórico de los acuerdos de accionistas, para mostrar cómo desde hace muchos años se ha reconocido la validez *inter partes* de los acuerdos de accionistas. De manera consistente con dicha evolución, la Superintendencia reconoce que el artículo 70 “consagró una excepción legal al postulado de la relatividad de los actos jurídicos, por cuya virtud, las estipulaciones contenidas en un convenio parasocial producirá[n] efectos respecto de la sociedad”. El texto completo del aparte relevante es el siguiente:

Con la promulgación de la Ley 222, de 1995, se reconoció, por primera vez en nuestro ordenamiento legal, que los acuerdos de accionistas podían surtir efectos más allá de las partes que los suscriben. En el artículo 70 de la Ley 222, se consagró una excepción legal al

postulado de la relatividad de los actos jurídicos, por cuya virtud, las estipulaciones contenidas en un convenio parasocial ‘producirá[n] efectos respecto de la sociedad’. Para ello, el respectivo acuerdo debe cumplir con las múltiples exigencias mencionadas en la norma citada. Se trata de ‘requisitos sustanciales de índole subjetiva y objetiva y de condiciones de forma cuyo cumplimiento se exige de modo imperativo’. La restricción subjetiva consiste en que los accionistas suscriptores no ostenten la calidad de administradores, al paso que la de naturaleza objetiva tiene que ver con las materias sobre las cuales puede versar el acuerdo, vale decir, el sentido en que los suscriptores deberán votar en las reuniones de la asamblea o la representación de tales accionistas en las sesiones del máximo órgano social. Además, debe cumplirse con la formalidad consistente en que el acuerdo conste por escrito y ‘que se entregue al representante legal para su depósito en las oficinas donde funcione la administración de la sociedad’. De no cumplirse con alguna de las exigencias mencionadas, parece suficientemente claro que el respectivo acuerdo solo tendrá efectos entre los accionistas que lo celebraron.

- Asimismo, la Superintendencia se detiene a desentrañar el verdadero alcance de la última frase del artículo (“en lo demás...”), para concluir que su efecto es el de reconocer la efectividad de los acuerdos de accionistas que cumplen con los requisitos de dicho artículo frente a la sociedad y los demás accionistas.
- En torno a los efectos del incumplimiento, la Superintendencia echa mano de la experiencia de otros países para concluir que en el derecho comparado tradicionalmente se ha hecho una distinción entre los remedios judiciales contractuales, que básicamente permiten a la parte cumplida resolver el contrato o exigir su cumplimiento (cuando ello sea todavía posible) con la correspondiente indemnización de perjuicios y los remedios judiciales societarios los cuales permiten al accionante impugnar las decisiones sociales.

La Superintendencia muestra cómo esta distinción y la limitación que existe en países como Francia, España y Brasil para hacer efectivos los acuerdos frente a la sociedad, constituyen en esas jurisdicciones el principal obstáculo para la efectividad plena de los acuerdos de accionistas. En contraste, la Superintendencia reseña que en Colombia “se han introducido reglas legales encaminadas a darle plena efectividad a los acuerdos de accionistas”. Estas son las palabras de la entidad:

En el sistema colombiano subsiste la diferencia anotada entre los efectos de la ejecución específica y aquellos derivados de la oponibilidad de los acuerdos de accionistas. Para el caso de la ejecución judicial de acuerdos de voto, habrá que atenderse a lo previsto en nuestra legislación respecto de las obligaciones de hacer y de no hacer. Por una parte, en el Código Civil se establecen las medidas legales que pueden adoptarse ante el incumplimiento de obligacio-

nes de la naturaleza indicada. En el artículo 1610, se establece, sobre este particular, que el acreedor de una obligación de hacer puede solicitar, además de la indemnización de perjuicios, ‘que se apremie al deudor para la ejecución del hecho convenido [y] que se le autorice a él mismo para hacerlo ejecutar por un tercero a expensas del deudor’. Para el caso de las obligaciones de no hacer, el artículo 1612 dispone que, si no puede deshacerse lo hecho, la obligación de no hacer ‘se resuelve en la de indemnizar los perjuicios’. Sin embargo, ‘pudiendo destruirse la cosa hecha, y siendo su destrucción necesaria para el objeto que se tuvo en mira al tiempo de celebrar el contrato, será el deudor obligado a ella, o autorizado el acreedor para que la lleve a efecto a expensas del deudor’. De otra parte, en los artículos 500 y siguientes del Código de Procedimiento Civil se consagran las vías procesales para procurar la ejecución de obligaciones de hacer y de no hacer.

Parece claro, pues, que la ejecución específica de un acuerdo de voto no presupone su oponibilidad ante la sociedad. Ciertamente, un accionista cumplido podría solicitar que se le imparten órdenes a la parte infractora (p. ej. asistir a una asamblea y votar en determinado sentido), en los términos de los artículos mencionados, sin impugnar directamente las decisiones adoptadas por el máximo órgano. Bajo esta hipótesis, por virtud de lo previsto en los artículos 24 de la Ley 1258 de 2008, 252 de la Ley 1450 de 2011 y 24 del Código General del Proceso, podría acudirse ante esta Superintendencia para que, en una sentencia de naturaleza constitutiva, se reconozca el incumplimiento y se imparten las órdenes correspondientes.

A diferencia de lo que ocurre en la mayoría de los países estudiados, en el sistema societario colombiano, se han introducido reglas legales encaminadas a darle plena efectividad a los acuerdos de accionistas. Según ya se explicó, existen entre nosotros novedosas disposiciones, por cuya virtud, cierta clase de acuerdos pueden surtir efectos vinculantes respecto de la compañía. Con todo, no es claro qué significa, en la práctica, que los acuerdos parasociales ‘[producen] efectos respecto de la sociedad’ o que ‘[deben ser] acatados’ por ella. En criterio del Despacho, la única manera de entender estos efectos, en el contexto de pactos de votación, consiste en permitir la impugnación de decisiones sociales que fueron aprobadas con el cómputo de votos emitidos en contravención de un acuerdo oponible. Por supuesto que la impugnación sólo será procedente en aquellos casos en los que, al descontar los votos emitidos en contra del acuerdo oponible, no se obtenga la mayoría requerida para aprobar la respectiva determinación, en los términos el artículo 190 del Código de Comercio.

[...]

Además, entre nosotros, el fundamento jurídico de la postura antes expresada puede encontrarse en la formulación imperativa de la expre-

sión 'producirá efectos respecto de la sociedad' a que alude el artículo 70 de la Ley 222. Para el Despacho, esa frase quiere decir que no es posible computar los votos emitidos en contra de un acuerdo oponible, para efectos de conformar la voluntad social, expresada en el seno de la asamblea. En caso de que tales votos se tuviesen en cuenta para aprobar una determinación asamblearia, se habría violado la disposición imperativa del artículo 70, por lo cual podría solicitársele a una autoridad judicial que los descontara del respectivo escrutinio. Una vez removidos tales votos judicialmente, sería preciso evaluar si la decisión impugnada podría subsistir si se toman en cuenta tan solo los votos computados en forma válida. Si los votos remanentes resultan insuficientes para configurar la mayoría legal o estatutaria requerida, la decisión de la asamblea estaría viciada de nulidad absoluta, conforme al ya citado artículo 190 del Código de Comercio.

De acuerdo con estas consideraciones y habiendo quedado demostrado el incumplimiento del acuerdo de accionistas, la Superintendencia emitió una sentencia contundente: (i) ordenando que se descontaran los votos emitidos en violación del acuerdo de accionistas, (ii) declarando la nulidad de la decisión consistente en el aumento de capital y (iii) dejando sin efectos los actos subsiguientes.

4.1.7. Conclusiones sobre el efecto de los acuerdos de accionistas suscritos al tenor del artículo 70

Según el recuento anterior, consideramos que las siguientes conclusiones son válidas:

- La desafortunada redacción del artículo 70 ha generado una buena dosis de incertidumbre en relación con los efectos de los acuerdos de accionistas.
- Una interpretación minoritaria sostendría que el alcance del artículo 70 es limitado, de manera que: (i) los acuerdos de accionistas suscritos al tenor del mismo son válidos *inter partes*, pero no son oponibles frente a la sociedad; mientras que (ii) los acuerdos de accionistas que no cumplen con los requisitos del artículo 70, son nulos o ineficaces.
- Una interpretación mayoritaria sostiene que el artículo 70 consagró una excepción legal al postulado de la relatividad de los actos jurídicos, reconociéndole a los acuerdos de voto contenidos en los acuerdos de accionistas oponibilidad frente a la sociedad. Hemos llamado a esta posición la *doctrina de la oponibilidad*.
- Esta última posición ha sido reiterada por la mayor parte de la doctrina y la jurisprudencia arbitral, y es la posición vigente de la Super-

intendencia de Sociedades. La doctrina puede expresarse mediante los siguientes dos postulados básicos:

- Los acuerdos de voto contenidos en acuerdos de accionistas que cumplan con los demás requisitos del artículo 70 son válidos entre las partes y oponibles frente a la sociedad y los demás accionistas. Esto significa, entre otras cosas, que la parte cumplida puede solicitar la ejecución específica de tales acuerdos⁴⁸ o impugnar las decisiones sociales adoptadas en violación de tales acuerdos.
- Los acuerdos contenidos en acuerdos de accionistas que no cumplan con los requisitos del artículo 70, ejemplo pristino de los cuales son los acuerdos sobre la transferencia de acciones o los acuerdos suscritos por accionistas que tienen la calidad de administradores, son válidos entre las partes y podrán ser objeto de una acción de ejecución específica, pero no serán oponibles frente a la sociedad y los demás accionistas.
- Los siguientes cuadros resumen esquemáticamente la evolución de la doctrina y la posición actual de la Superintendencia en relación con los efectos de los acuerdos de accionistas.

¿Cuál es el alcance de los acuerdos de accionistas que cumplen los requisitos establecidos en el Artículo 70 de la Ley 222 de 1995?	
<p>El acuerdo es válido entre las partes pero no es oponible frente a la sociedad y los demás accionistas</p>	<p>● Concepto 220-19417 de 15/04/1997</p> <p>● Concepto 220-009238 de 11/03/2004</p> <p>● Concepto 220-30490 de 07/07/2004</p> <p>● Concepto 220-14211 de 23/03/2005</p> <p>● Concepto 220-014973 de 03/2006</p> <p>● Laudo Ruiz v. Cortes, 2012</p> <p>● Sentencia Vermont, 2013</p>

CAP. XIV

48 Acción que en ausencia de pacto arbitral será competencia a prevención de la Superintendencia de Sociedades [Artículo 24(5) (a)].

¿Cuál es el alcance de los acuerdos de accionistas que no cumplen uno o más de los requisitos establecidos en el Artículo 70 de la Ley 222 de 1995?		
El acuerdo es nulo o ineficaz	<ul style="list-style-type: none"> ● Concepto 220-031575 de 24/05/ 2010 ● Concepto 220-060176 de 08/08/2012 ● Concepto 220-080862 de 11/09/2012 ● Laudo Ruiz v. Cortes, 2012 ● Sentencia Vermont, 2013 	El acuerdo es válido entre las partes pero no es oponible frente a la sociedad y los demás accionistas

4.2. Exigibilidad de los acuerdos de accionistas respecto de sociedades inscritas

Los acuerdos de accionistas respecto de sociedades inscritas en el Registro Nacional de Valores de Colombia (RNVE) se rigen por el artículo 43 de la Ley 964 de 2005, que establece lo siguiente:

Los acuerdos entre accionistas de sociedades inscritas deberán, además de cumplir con los requisitos previstos en el artículo 70 de la Ley 222 de 1995, divulgarse al mercado, inmediatamente sean suscritos, a través del Registro Nacional de Valores y Emisores.

Sin el lleno de los requisitos a que se refiere la presente norma, los acuerdos de accionistas no producirán ningún tipo de efectos entre las partes, frente a la sociedad, frente a los demás socios o frente a terceros.

Esta norma agregó un ingrediente adicional a la discusión. Como puede apreciarse, a diferencia del Artículo 70, esta norma sí establece expresamente la consecuencia que se deriva del incumplimiento de los requisitos establecidos en la misma. En efecto, los acuerdos accionistas que pretermitan tales requisitos, señala la norma, no producirán ningún tipo de efectos entre las partes, frente a la sociedad, frente a los demás socios o frente a terceros. En otras palabras, la ley en comento castiga con ineficacia la omisión de tales requisitos.

Lo anterior ha dado lugar a un largo, y en cierta medida inconcluso, debate sobre el tema. La cuestión de fondo consiste en definir cuáles son “los requisitos a que se refiere la presente norma”. En uno de los extremos, puede sostenerse que los requisitos a que se refiere la norma son, por reenvío nor-

mativo, los requisitos del artículo 70 y la divulgación al mercado. Así, como resultado de la exégesis de la norma, tendría que concluirse que si los acuerdos de accionistas respecto de sociedades inscritas no cumplen uno o más de tales requisitos, los mismos no producirían efecto alguno ni entre las partes ni frente a la sociedad o terceros. Esta interpretación conduce a efectos completamente distintos a los que, según la doctrina de la oponibilidad vigente, se desprenden del artículo 70 respecto de sociedades que no están inscritas en el RNVE. Como uno de los requisitos establecidos en el artículo 70 es que el acuerdo verse sobre la forma en que se ejercerá el derecho de voto, esta interpretación conduciría también a la conclusión de que los acuerdos que versen sobre otras materias no producen efecto alguno. Este sería el caso de los acuerdos sobre la transferencia de acciones.

En nuestra opinión, aunque esta interpretación parece ser la que más se aproxima a la exégesis de la norma, la misma puede conducir a conclusiones absurdas e inconsistentes con otras normas del mercado de valores. En efecto, sostener que los acuerdos entre accionistas sobre la transferencia de acciones son ineficaces, no solamente vulnera la libertad contractual y genera una desproporcionada limitación al derecho de dominio, sino que contradice el régimen de las operaciones preacordadas, que permite a los particulares celebrar acuerdos sobre la transferencia de acciones, siempre que los mismos se divulguen al mercado con treinta días de anticipación⁴⁹. Sin perjuicio de lo anterior, la Superintendencia Financiera sostuvo la antedicha interpretación mediante el Concepto 2006004642-005 del 23 de mayo de 2006, reiterado más adelante, así:

De otra parte, acerca del contenido de los acuerdos de accionistas de las sociedades inscritas procede destacar que el artículo 43 de la Ley 964 de 2005 dispone que estos deberán atender los requisitos previstos en el artículo 70 de la Ley 222 de 1995, entre los cuales se encuentra el compromiso de los accionistas de votar en igual o determinado sentido en las asambleas de accionistas, con la posibilidad de que se estipule que uno o más de los accionistas o un tercero pueda llevar la representación de todos en la reunión o reuniones de la asamblea.

En ese sentido, debe precisarse que los acuerdos de que trata el artículo 43 de la Ley del mercado de valores son acuerdos de votación entre accionistas, de manera que si el contenido de los mismos no se encuentra dentro de este marco legal, no producirán ningún tipo de efectos, tal como lo expresa textualmente la misma norma, en su inciso segundo [...]

Los acuerdos de accionistas de sociedades inscritas tienen por objeto el compromiso de votar en igual o determinado sentido, con la posibilidad de estipular que uno o más de sus participantes asumirán la representación de todos, de manera que si los mismos no versan sobre el marco legal descrito, no producirán efecto alguno.

49 Artículo 7.5.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010.

El concepto parece ser claro: de un lado, el compromiso de votar en el mismo sentido es un requisito de fondo de los acuerdos de accionistas regulados por el artículo 70, que es también aplicable, por remisión, a los acuerdos regulados por el artículo 43 de la Ley 964. De otro lado, la falta de este requisito produce los efectos señalados por el citado artículo 43, a saber, la ineficacia del mismo.

En el extremo opuesto, podría interpretarse que el requisito al que se refiere la norma es solamente el de la divulgación al mercado, de manera que la omisión de este requisito da lugar a la ineficacia del acto; mientras que la omisión de los requisitos establecidos en el artículo 70 no tendrá como sanción la ineficacia. Esta es la interpretación que la propia Superintendencia Financiera, modificando su posición original, ha adoptado recientemente. Para llegar a ella, la entidad acude a una interpretación histórica de la norma, desentrañando (siguiendo el precepto hermenéutico de larga data consagrado en el artículo 27 del Código Civil) “los términos fidedignos de su establecimiento”. La Superintendencia se remite así al proyecto de ley de la Ley 964 para demostrar que el legislador nunca tuvo la intención de limitar el alcance de los acuerdos de accionistas a los acuerdos de voto y que su intención fue únicamente la de adicionar un elemento a los que estaban ya establecidos en el artículo 70. Así lo expresa la propia entidad:

Para dilucidar el tema en cuestión resulta pertinente acudir a la Exposición de Motivos de la Ley 964, en la que se expresa que “El proyecto condiciona la validez de los acuerdos de votación entre accionistas con un requisito adicional al previsto en el artículo 70 de la Ley 222 de 1.995, consistente en la divulgación de los mismos al mercado, inmediatamente sean suscritos, a través del Registro Nacional de Valores y Emisores. Este requisito adicional busca incrementar la calidad y oportunidad de la información como elemento fundamental para la toma de decisiones en el mercado de valores” –se subraya–.

Se desprende de lo anterior que el artículo 43 de la Ley 964 de 2005 hace referencia a los acuerdos de voto suscritos entre accionistas de sociedades inscritas de que trata el artículo 70, exigiendo un requisito adicional para su eficacia, esto es: su divulgación al mercado.

De otra parte, respecto de la posibilidad de suscribir acuerdos entre accionistas de sociedades inscritas sobre temas distintos al voto, se tiene que si bien el precitado artículo 43 hace alusión a este tipo de acuerdos, ello no significa, siguiendo los lineamientos generales atrás expuestos, que esté excluida la celebración de otros de naturaleza diferente. Las normas no exigen para estos condición alguna o especial lo cual permite afirmar que pueden ser convenidos entre accionistas que tengan la calidad de administradores, no requieren ser entregados al representante legal para ser depositados en la sociedad ni divulgados al mercado para su eficacia.

Aunque la Superintendencia no lo articula de manera expresa, la remisión expresa que se hace al artículo 70 como antecedente de la norma y la aceptación implícita por parte de la entidad de la distinción entre acuerdos oponibles y acuerdos no oponibles, parecería conducir a los siguientes pos-

tulados básicos: (i) los acuerdos de accionistas que versen sobre la forma de ejercer el derecho de voto, cumplan con los requisitos del artículo 70 y sean divulgados al mercado serán válidos entre las partes y serán oponibles a la sociedad; y (ii) los demás acuerdos, que según la Superintendencia Financiera no requieren ser divulgados al mercado, serán válidos entre las partes pero no serán oponibles a la sociedad.

4.3. Exigibilidad de los acuerdos de accionistas respecto de sociedades por acciones simplificadas

Como ya se mencionó, el artículo 24 de la Ley 1258 de 2008 regula el efecto de los acuerdos de accionistas sobre las sociedades por acciones simplificadas. Veamos nuevamente la norma:

Artículo 24. Acuerdos de accionistas. Los acuerdos de accionistas sobre la compra o venta de acciones, la preferencia para adquirirlas, las restricciones para transferirlas, el ejercicio del derecho de voto, la persona que habrá de representar las acciones en la asamblea y cualquier otro asunto lícito, deberán ser acatados por la compañía cuando hubieren sido depositados en las oficinas donde funcione la administración de la sociedad, siempre que su término no fuere superior a diez (10) años, prorrogables por voluntad unánime de sus suscriptores por períodos que no superen los diez (10) años.

Los accionistas suscriptores del acuerdo deberán indicar, en el momento de depositarlo, la persona que habrá de representarlos para recibir información o para suministrarla cuando esta fuere solicitada. La compañía podrá requerir por escrito al representante aclaraciones sobre cualquiera de las cláusulas del acuerdo, en cuyo caso la respuesta deberá suministrarse, también por escrito, dentro de los cinco (5) días comunes siguientes al recibo de la solicitud.

No cabe duda de que el legislador aprendió las lecciones derivadas del largo debate que generó la intrincada redacción del artículo 70 de la Ley 222 y la no menos desafortunada del artículo 43 de la Ley 964. En nuestra opinión, este precepto es superior frente a sus predecesores al menos por los siguientes motivos:

- La norma utiliza un lenguaje claro para denotar que los acuerdos de accionistas deben ser “acatados” por la sociedad. Es evidente que no quiso dejar, ni dejó, lugar a dudas de que estaba adoptando la doctrina de la oponibilidad.
- La norma amplía el objeto sobre el cual pueden recaer los acuerdos de accionistas oponibles, señalando que puede ser la compra o venta de acciones, la preferencia en adquirirlas, las restricciones para transferirlas y cualquier otro asunto lícito. Como se vio al comienzo del artículo, este tipo de pactos, entre los que se cuentan acuerdos de *drag*

along, tag along, put options, call options, entre otros, son una herramienta para generar incentivos *ex ante* para llevar a cabo inversiones y participar en estructuras de *joint venture* o procesos escalonados de adquisición. Aunque no hay precedentes sobre la materia, pensamos que bajo los mismos planteamientos hechos en la sentencia Vermont, la oponibilidad de tales acuerdos implica que una sociedad por acciones simplificada deberá abstenerse de registrar la transferencia de acciones cuando ello viole un acuerdo de accionistas y que la parte cumplida tendrá una acción para demandar dicha conducta de parte de la sociedad y, por qué no, exigir el pago de perjuicios por parte de la misma en caso de que no “acate” los términos del acuerdo⁵⁰.

- Elimina el requisito subjetivo consistente en que los accionistas no sean administradores de la sociedad. Como se mostró arriba, esta prohibición denotaba una presunción injustificada en contra de los administradores y era inconsistente con el régimen de conflictos de intereses.

La Superintendencia de Sociedades ha reconocido el amplio grado de efectividad establecido en la Ley 1258 en varias ocasiones⁵¹.

Si se tiene en cuenta que la gran mayoría de las sociedades cerradas constituidas en Colombia desde el 2008 son sociedades por acciones simplificadas y que un buen número de las sociedades constituidas antes se han transformado para tomar esta forma⁵², no hay lugar a dudas de que el precepto de la Ley 1258 representa la expresión más acabada de la doctrina de la oponibilidad de los acuerdos de accionistas en Colombia.

El escollo principal de las sociedades por acciones simplificadas es que no pueden estar inscritas en el registro nacional de valores y emisores. El efecto práctico de esta restricción es que las normas previstas en el artículo 24 no son aplicables en general a las sociedades inscritas las cuales se sujetan a las normas de la Ley 964, tal como se analizó anteriormente.

5. ALGUNAS PREGUNTAS PENDIENTES

A pesar de que, como se mostró en las líneas precedentes, hay claridad sobre la *exigibilidad* de los acuerdos de accionistas en Colombia, todavía hay preguntas específicas que no han sido respondidas. Podemos pensar en las siguientes:

50 En todo caso, la aplicación de esta norma tendrá que sopesarse a la luz de las normas que protegen a los terceros de buena fe. El análisis de este asunto es, como lo anotamos en el siguiente ítem, una tarea pendiente.

51 Véase, entre otros, Concepto 220-025702 de abril 29 de 2010.

52 REYES VILLAMIZAR, Francisco, SAS: *La sociedad por acciones simplificadas*, 3^a ed., Legis, Bogotá, 2009.

- Particular atención merece el análisis de los efectos de los acuerdos que versan sobre asuntos distintos al derecho de voto. De un lado, es claro que en las sociedades por acciones simplificados dichos acuerdos deberán ser acatados por la sociedad, lo que en nuestro parecer significa que la sociedad deberá abstenerse de registrar la transferencia de acciones en contravención a un acuerdo de accionistas debidamente depositado. De otro lado, respecto de los otros tipos de sociedades, parece ser claro que tales acuerdos no gozan de la oponibilidad que consagra el artículo 70. Sin embargo, conviene preguntarse qué tipo de remedios judiciales tiene, en este caso, un accionista ante el incumplimiento. Al respecto, no debe perderse de vista que de manera similar a lo que ocurre en Francia, las normas sobre el cumplimiento de las obligaciones de hacer y de no hacer dan suficiente soporte para perseguir la ejecución de esta clase de acuerdos entre las partes. El artículo 1610 del Código Civil colombiano establece que el acreedor de una obligación de hacer puede solicitar, además de la indemnización de perjuicios, a elección suya, que “se apremie al deudor para la ejecución del hecho convenido” o “que se le autorice a él mismo para hacerlo ejecutar por un tercero a expensas del deudor”. A su turno, el artículo 1612 establece que “pudiendo destruirse la cosa hecha, y siendo su destrucción necesaria para el objeto que se tuvo en mira al tiempo de celebrar el contrato, será el deudor obligado a ella, o autorizado el acreedor para que la lleve a efecto a expensas del deudor”. Por último, con una intención que en nuestra opinión va más allá de establecer una competencia jurisdiccional, el artículo 24(5) (a) del Código General del Proceso (Ley 1564 de 2012) establece que la Superintendencia de Sociedades tiene competencia para resolver “las controversias relacionadas con el cumplimiento de los acuerdos de accionistas y la ejecución específica de las obligaciones pactadas en los acuerdos.”

Por todo lo anterior, no hay lugar a dudas de que los accionistas tendrán acciones para exigir *inter partes* la ejecución específica de las obligaciones de hacer y de no hacer pactadas en los acuerdos de accionistas. Así, un accionista podrá exigir judicialmente que se apremie al otro accionista a transferir sus acciones o incluso a no transferir sus acciones cuando ello sea consistente con el pacto. Con todo, todavía está por analizarse qué tipo de remedios judiciales existen frente a, o con respecto de, la compañía en estos casos. Como se mostró arriba, las cortes francesas, sobre la base de normas con similar alcance, han emitido órdenes que son vinculantes para las compañías siempre que ello sea necesario para deshacer o destruir la circunstancia violatoria del acuerdo. De otro lado, se ha mostrado que en otras jurisdicciones es usual que la compañía se haga parte del acuerdo o que ciertas restricciones a la transferencia de acciones se incluyan en los títulos de las mismas. Estas prácticas también se han evidenciado en Colombia. El alcance de estas disposiciones frente a la sociedad y frente a terce-

ros es asunto que todavía está por definirse. La interacción de estas normas con aquellas que protegen a terceros de buena es también asunto que merece especial atención.

- Otra pregunta relevante es hasta qué medida un acuerdo de accionistas puede limitar la discrecionalidad de los miembros de la junta directiva. En la medida en que los miembros de junta directiva tienen deberes fiduciarios respecto de la compañía (y no respecto de uno u otro accionista), es razonable sostener que no pueden limitar o comprometer su discrecionalidad so pretexto de haber sido nominados por una parte que ha asumido ciertos compromisos en un acuerdo de accionistas. Si dicho accionista se ha comprometido a causar que uno o más miembros de junta directiva lleven a cabo, o se abstengan de llevar a cabo, cierta conducta (en particular, que voten o se abstengan de votar de cierta manera); dicho accionista podría ser responsable ante su contraparte por incumplimiento de contrato si el miembro de junta obra de manera inconsistente con el acuerdo. Lo anterior sería consecuencia de la teoría de la estipulación por otro consagrada en el artículo 1507 del Código Civil. Sin embargo, es cuestionable que los jueces puedan constreñir al miembro de junta a actuar de conformidad con el acuerdo y, más aún, que dicho miembro de junta tenga algún tipo de responsabilidad contractual. Un análisis pormenorizado de este problema y de los remedios judiciales pertinentes es cuestión que está pendiente.
- Por lo demás, todavía hay un análisis pendiente respecto del potencial conflicto que puede existir entre normas de orden público en el ámbito societario y estipulaciones contenidas en el acuerdo de accionistas. Esta cuestión es heredera de la dicotomía entre el ámbito puramente contractual y el ámbito societario. Por ejemplo, una pregunta frecuente es si las reglas y los procedimientos del artículo 407 del Código de Comercio sobre el derecho de preferencia estatutario aplican también a los derechos de preferencia de origen contractual. Si se conserva la distinción mencionada, es posible sostener que el carácter imperativo de algunas de las estipulaciones establecidas en el artículo 407 respecto al derecho de preferencia solo se mantiene en cuanto el derecho de preferencia tenga naturaleza estatutaria, esto es, haya sido pactado en los estatutos de la sociedad. En cambio, si el derecho de preferencia es de estirpe contractual, como sería el caso si el mismo se deriva de un acuerdo de accionistas, las estipulaciones de dicho artículo no son aplicables salvo en cuanto las partes así lo dispongan expresamente. Con todo, este es un análisis que debe acometerse con cuidado y respecto del cual todavía no hay precedentes doctrinales o jurisprudenciales⁵³.

53 Si bien la Superintendencia de Sociedades abordó tangencialmente el tema en una ocasión, perdió la oportunidad de aclarar si el artículo 407 es o no aplicable, de manera imperativa, a los acuerdos de accionistas. Ver Oficio 220-053074 del 23 de mayo de 2013.

6. CONCLUSIONES

Este artículo desarrolla una hipótesis simple, a saber, que los acuerdos de accionistas cumplen una función económica que es socialmente deseable, motivo por el cual, como principio general, las normas que maximizan su *exigibilidad*, dentro de los límites típicos de la buena fe y el orden público, son convenientes y superiores a las normas que limitan dicho atributo.

A lo largo del artículo, hemos mostrado que la evolución normativa de distintas jurisdicciones, incluyendo de manera detallada el caso colombiano, es consistente con esta hipótesis.

Ya desde la perspectiva del derecho colombiano, hemos puesto de relieve las tensiones y las dinámicas de la evolución de la política legislativa y de las autoridades administrativas en relación con el asunto, poniendo de manifiesto que hay una marcada tendencia hacia la maximización de la *exigibilidad* de los acuerdos de accionistas. Como se muestra a lo largo de este artículo, la posición vigente respecto de sociedades distintas a las sociedades por acciones simplificadas puede expresarse de la siguiente manera:

- Los acuerdos de voto contenidos en acuerdos de accionistas que cumplan con los demás requisitos del artículo 70 son válidos entre las partes y oponibles frente a la sociedad y los demás accionistas. Esto significa, entre otras cosas, que la parte cumplida puede solicitar la ejecución específica de tales acuerdos⁵⁴ o impugnar las decisiones sociales adoptadas en violación de tales acuerdos.
- Los acuerdos contenidos en acuerdos de accionistas que no cumplan con los requisitos del artículo 70, ejemplo pristino de los cuales son los acuerdos sobre la transferencia de acciones o los acuerdos suscritos por accionistas que tienen la calidad de administradores, son válidos entre las partes y podrán ser objeto de una acción de ejecución específica, pero no serán oponibles frente a la sociedad y los demás accionistas.

A su turno, la *exigibilidad* respecto de las sociedades por acciones simplificadas es irrestricta; de manera que los acuerdos de accionistas que versen sobre cualquier asunto lícito (no solamente acuerdos de voto), son oponibles frente a la sociedad.

Por las razones explicadas en este artículo, la doctrina de la oponibilidad, tal como la misma se ha consolidado en Colombia, es deseable desde una perspectiva económica.

Volviendo a la idea del *continuum* a la que nos referimos en la introducción, el siguiente cuadro muestra cómo la legislación y la doctrina de las auto-

54 Acción que en ausencia de pacto arbitral será competencia a prevención de la Superintendencia de Sociedades (Artículo 24(5) (a) del Código General del Proceso).

ridades colombianas han evolucionado con una clara tendencia que propugna por maximizar la *exigibilidad* de los acuerdos de accionistas:

Efectividad de los acuerdos de accionistas en Colombia		
(-)		(+)
	<ul style="list-style-type: none"> Artículo 118 del Código de Comercio, 1971 Artículo 70 de la Ley 222 de 1995 Concepto SS 220-19417 de 15/04/1997 Concepto SS 220-009238 de 11/03/2004 Concepto SS 220-30490 de 07/07/2004 Concepto SS 220-14211 de 23/03/ 2005 Artículo 43 de la Ley 964 de 2005 Concepto SS 220-014973 de 03/2006 Concepto SFC2006004642-005 del 23/05/2006 Concepto 220-031575 de 24/05/ 2010 Concepto 220-060176 de 08/08/2012 Concepto 220-080862 de 11/09/2012 Ley 1258 de 2012 Ley 1564 de 2012 Laudo Ruiz v. Cortes, 2012 Sentencia Vermont, 2013 	

7. BIBLIOGRAFÍA

- ASCARELLI, Tulio. *Sociedades y asociaciones comerciales*, Tipográfica Editora Argentina, Buenos Aires, 1947.
- BELOT, Francois, *Shareholder Agreement and Firm Value: Evidence from French listed firms*, AFFI (Association Française de Finance), Paris, 2008.
- BERTAN RIBEIRO. Cinthia Daniela, "Financial Contracting Choices in Brazil: Does the Brazilian Legal Environment Allow Private Equity Groups to Enter into Complex Contractual Arrangements with Brazilian Companies?", en *Law and business review of the Americas*, vol. XIII, Texas, 2007.
- BONDARYEV. Timur and Markian MALKYY, "Recent Developments Concerning Dispute Resolution of Shareholder Agreements in Ukraine: For Better or For Worse?", en *Stockholm International Arbitration Review*, N.º 3, Nueva York, 2008.
- BRAU, James C. / Val E. LAMBSON, / Grant Richard MCQUEEN, *Lockups Revisited*, Social Science Electronic Publishing, New York, November 2003.
- CARVAHAL, Andre. "Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms", en *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, Issue 4, Atlanta, September 2012.
- CHEMLA, Gilles / Alexander LJUNGQVIST / Michel HABIB A., "An Analysis of Shareholder Agreements", New York University, *Law and Business 2004*, Social Science Electronic Publishing, New York, July 2004.
- DE PRÉCIGOUT, Olivier, *L'Efficacité des Pactes d'actionnaires*, Option Finance, Paris, 2012.
- GIL, Jorge Hernán, *Estudio de derecho societario moderno y comparado*, Cámara de Comercio de Bogotá, Bogotá, 2008.
- GILSON, Ronald J. y GORDON, Jeffrey N, *Controlling Controlling Shareholders*, Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, Junio 2014.
- GILSON, Ronald J. *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and Economics, agosto, 2005.
- GOMSTIAN, Suren, "The Enforcement of Shareholders Agreements under English and Russian Law", *Journal of Comparative Law*, vol. 7, Issue 1, Atlanta, 2012.
- KIM, Eugene, "Venture Capital Contracting under the Korean Commercial Code: Adopting U.S. Techniques in South Korean Transactions", *Pacific Rim Law and Policy Journal*, vol. XIII, Washington, 2004.

- KLAUSNER, Michael, "Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts", en *Virginia Law Review*, vol. LXXXI, Virginia, 1995.
- MARTÍNEZ, Néstor Humberto. *Cátedra de Derecho Contractual Societario*, Abeledo Perrot, Buenos Aires, 2010.
- NARVÁEZ, Jose Ignacio. *Teoría general de las sociedades*, Legis, Bogotá, 2008.
- NENOVA, Tattiana, "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis", en *Social Science Electronic Publishing*, Harvard University, Massachusetts, July 2000.
- REYES VILLAMIZAR, Francisco, *Derecho Societario*, 2.^a ed., Temis, Bogotá, T. I., 2006.
- REYES VILLAMIZAR, Francisco, *SAS: La Sociedad por Acciones Simplificada*, 3^a ed., Legis, Bogotá, 2009.
- SÁEZ LACAVE, María Isabel. "Los pactos parasociales de todos los socios en Derecho español. Una materia en manos de los jueces", *InDret. Revista para el Derecho Económico*, Madrid, julio 2009.
- VENTORUZZO, Marco. *Why Shareholders' Agreements are not used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in search of an explanation*, The Pennsylvania State University-The Dickinson School of Law, Legal Studies, 2013.

EL NUEVO RÉGIMEN DE COMPETENCIA EN ECUADOR: EL CONTROL DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

Diego Pérez Ordóñez

Socio de Pérez Bustamante & Ponce
(Quito, Ecuador)*

José Urízar Espinoza

Abogado de Pérez Bustamante & Ponce
(Quito, Ecuador)

Sumario:

1. Antecedentes legislativos. 2. La nueva legislación ecuatoriana. 2.1. El control previo. 2.2. Los estándares. 2.3. Tiempos, plazos y requisitos: Notificación desde la conclusión del acuerdo. 2.4. Requisitos de notificación. 2.5. Plazos y tasas. 3. Legislación de control de fusiones y adquisiciones en Latinoamérica. 3.1. Brasil. 3.2. Colombia. 3.3. Perú. 3.4. Chile. 3.5. Argentina. 3.6. México. 4. El régimen comercial de fusiones y adquisiciones en Ecuador. 4.1. Los procedimientos de fusión. 4.2. Los efectos de la fusión. 4.3. Adquisición por cesión de un negocio. 4.4. Adquisición por cesión de acciones y/o participaciones. 4.5. Las sociedades de responsabilidad limitada. 4.6. Transferencia de participaciones.

1. ANTECEDENTES LEGISLATIVOS

A partir de la década de 1990, en atención a la política económica adoptada, hubo varios intentos para promulgar una ley de competencia en el Ecuador. Todos estos intentos fallaron por la falta de apoyo de la Función Legislativa y por la presión de importantes intereses económicos. Finalmente en el 2011, se promulgó la Ley de Regulación y Control del Poder de Mercado. Sin perjuicio de que desde el 2009 se aplicó internamente en el Ecuador la Decisión 608 de la Comunidad Andina que contiene normas de competencia, la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, contiene un régimen de control previo de fusiones y adquisiciones que no forma parte de la Decisión 608.

* www.pbplaw.com

En comparación con nuestros vecinos, se puede decir que Ecuador está muy retrasado en el desarrollo y aplicación de un régimen de competencia. En relación con Colombia y Perú¹ Ecuador tiene cerca de 20 años de retardo en el desarrollo y aplicación de normativa de competencia. Colombia promulgó su primera norma de competencia en 1959; aunque no fue muy eficiente y no tuvo mayor aplicación, aparte de servir como una herramienta para el control de precios. Esto cambió a inicios de la década de 1990, cuando Colombia comenzó a desarrollar y realmente aplicar normativa de competencia como resultado de una liberalización económica y la promulgación de una nueva Constitución. Una situación similar ocurrió en Perú, donde un régimen de competencia se implantó en 1991 que coincidió con un cambio estructural en las políticas económicas.

Sin perjuicio de la demora en el desarrollo de un régimen de competencia en el Ecuador, las bases para este se podían encontrar a partir de la Constitución de 1998. La Constitución de 1998 contemplaba en su artículo 244 el derecho y la obligación del Estado de promover el desarrollo de mercados competitivos y castigar conductas monopólicas y otras conductas que impidan o distorsionen la competencia.

La Constitución del 2008, como la anterior, contiene normas que garantizan la libre competencia. El artículo 304 de la Constitución establece que la política comercial del Estado tendrá como objetivo prevenir las prácticas monopólicas y oligopólicas. El artículo 334 manda que el Estado promueva el acceso equitativo a los factores de producción, previniendo concentraciones y el acaparamiento de factores y recursos para la producción. El artículo 335 establece una obligación para el Estado de crear mecanismos de castigo para prevenir prácticas monopolísticas, el abuso de posición de dominio en el mercado y la competencia desleal. Finalmente, el artículo 336 señala que el Estado debe promover la reducción de distorsiones en el mercado, asegurando la transparencia y eficiencia del mercado mediante el incentivo de la competencia en igualdad de condiciones. Es evidente, por lo tanto, que a través de la Constitución del 2008, el Ecuador se obligó a promulgar una legislación que castigue el abuso de dominio, los acuerdos anticompetitivos y la competencia desleal, y que establezca un régimen de control de fusiones y adquisiciones.

Una vez analizada la base jurídica para la promulgación de una ley de competencia en el Ecuador, cabe mencionar que la mayoría de jurisdicciones que cuentan con normas que prohíben y castigan las prácticas y conductas anticompetitivas también tienen un régimen de control de fusiones y adquisiciones. El control de fusiones y adquisiciones puede considerarse la otra cara de la moneda de un régimen de competencia. Mientras que las normas que

1 A pesar de contar con normativa de competencia desde 1991, Perú no cuenta con un régimen de control de fusiones y adquisiciones, con la excepción del sector eléctrico, en el que se aplica la Ley Antimonopolio y Ant oligopolio del Sector Eléctrico (Ley 26876).

prohíben las conductas anticompetitivas buscan sancionar a los operadores que vulneren la competencia, los regímenes de control de fusiones y adquisiciones buscan evitar que los operadores económicos incrementen su cuota de mercado artificialmente y no debido a méritos propios, a un nivel que les facilite actuar de manera anticompetitiva. Las normas de control de fusiones y adquisiciones buscan evitar que se creen situaciones que faciliten la comisión de prácticas y conductas anticompetitivas, en particular, conductas abusivas.

2. LA NUEVA LEGISLACIÓN ECUATORIANA

En Ecuador, ha entrado en vigencia la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado (“la Ley”) a partir del 13 de octubre de 2011. El 23 de abril de 2012, el Presidente de la República firmó el Decreto Ejecutivo N.º 1152 que contiene el Reglamento (“el Reglamento”) a la referida Ley y fue publicado en el Registro Oficial de 7 de mayo del 2012. Es la primera vez que en Ecuador ha existido legislación de competencia desde el punto interno y es también la primera vez que en Ecuador ha existido un control previo de fusiones y adquisiciones.

2.1. El control previo

La Ley tiene varias disposiciones relativas al control previo de fusiones y adquisiciones; sus principales características son las siguientes:

- Se entiende por concentración económica al cambio o toma de control de una o varias empresas u operadores económicos.
- Se debe solicitar la autorización previa a la Superintendencia de Control del Poder de Mercado, la autoridad de la materia.
- Los actos de concentración económica son amplios y ejemplificativos: (a) Fusiones; (b) Transferencia de la totalidad de efectos del comerciante; (c) La adquisición directa o indirecta de acciones o participaciones, o títulos de deuda que generen derechos de control; (d) Vinculación por medio de administración común, y de forma abierta y ejemplificativa; (e) Cualquier acto o acuerdo que transfiera los activos de un operador económico o le otorgue el control o influencia determinante en la adopción de decisiones de administración ordinaria o extraordinaria de un operador económico.
- El Reglamento determina que por “control” se deberá entender como cualquier contrato, acto o cualquier otro medio que, teniendo en cuenta las circunstancias de hecho y de derecho, confieran la posibilidad de ejercer una influencia sustancial o determinante sobre una empresa u operador económico. El control podrá ser conjunto o exclusivo.

2.2. Los estándares

Con todo lo anterior, hay dos estándares para solicitar la autorización:

- Que el volumen total de negocios, en el Ecuador, del conjunto de los partícipes en la transacción supere, en el ejercicio contable anterior a la operación, el monto que en remuneraciones básicas unificadas vigentes haya establecido la Junta de Regulación. La Junta, que de acuerdo a Ley es un organismo dependiente de la Superintendencia de Control de Mercado, mediante la Resolución N.º 002 fijó este estándar el 22 de octubre de 2013. Los montos establecidos son los siguientes:

Tipo	Monto (RBU)	Monto, Dólares (2014)
a) Concentraciones que involucren a instituciones del sistema financiero nacional y del mercado de valores	3'200.000	\$1'088,000,000
b) Concentraciones que involucren a entidades de seguro y reaseguro	62.000	\$21'080,000
c) Concentraciones que involucren a operadores económicos que no se encuentren detallados en los literales (a) y (b) antes referidos	200.000	\$68'000,000

Las remuneraciones básicas unificadas son una medida de valor atada al régimen salarial del Ecuador y expresada en dólares de los Estados Unidos de América, la moneda de curso legal en Ecuador.

El volumen de negocios es calculado de manera distinta en cada uno de los tres casos establecidos en el cuadro anterior. Al respecto, el artículo 5 del Reglamento a la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado establece que se entiende por volumen de negocios:

- Para el caso de instituciones del sistema financiero nacional y del mercado de valores.- La suma de los siguientes rubros: i) valor de los activos financieros; ii) intereses y descuentos ganados; iii) comisiones ganadas e ingresos por servicios; iv) utilidades financieras; y v) otros ingresos operacionales y no operacionales.
- Para el caso de entidades de seguros y reaseguros.- El valor de las primas brutas emitidas que comprendan todos los importes cobrados y pendientes de cobro en concepto de contratos de seguro establecidos por dichas compañías o por cuenta de las mismas, incluyendo las primas cedidas a las reaseguradoras, previa deducción de los impuestos directamente relacionados con dichos ingresos.
- Para el caso de operadores económicos comunes.- La cuantía resultante de la venta de productos y de la prestación de servicios realizados por los mismos, durante el último ejercicio que

corresponda a sus actividades ordinarias, previa deducción del impuesto sobre el valor agregado y de otros impuestos al consumidor final directamente relacionados con el negocio. De manera simplificada, se entenderá como volumen de negocios a las ventas totales menos IVA e ICE.

Adicionalmente, de acuerdo con el artículo 14 del Reglamento a la Ley, el volumen de negocios que se tomará en cuenta es el del conjunto de los partícipes, es decir, de la entidad adquirente y de la entidad que se adquiere. Sin perjuicio de esto, en el caso de que la concentración económica involucre la adquisición de una rama de actividad, unidad de negocio, establecimiento o, en general, de una parte de uno o más operadores económicos, solamente se tomará en cuenta el volumen de negocios de la parte objeto de la adquisición de la entidad que realiza la venta.

- b) Las concentraciones que involucren operadores económicos que se dediquen a la misma actividad económica, y que, como consecuencia de la concentración se adquiera o se incremente una cuota igual o superior al 30 por ciento del mercado relevante del producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido.

2.3. Tiempos, plazos y requisitos: Notificación desde la conclusión del acuerdo

Las operaciones de concentración que requieran de autorización previa deberán ser notificadas para su examen previo, en el plazo de 8 días contados a partir de la fecha de la “conclusión del acuerdo” (el proyecto de acto o contrato). El Reglamento a la Ley dispone que por “Conclusión de acuerdo” se defina:

- a) En fusiones: Desde que la Junta General de Socios o Accionistas de al menos uno de los partícipes, hubieren acordado la fusión.
- b) En transferencia de efectos del comerciante: Desde que los operadores consientan en realizar la operación y determinen la forma, el plazo y las condiciones para su ejecución. Si se trata de compañías desde que la Junta General la aprueba.
- c) En caso de adquisición de propiedad o derechos sobre acciones o participaciones o títulos de deuda: Desde que los partícipes consientan en realizar la operación que origine la concentración y determinen forma, plazo y condiciones de su ejecución.
- d) En el caso de vinculación mediante administración común: Desde que los administradores han sido designados por la Junta General.
- e) Cualquier otro acuerdo que transfiera en forma fáctica o jurídica los activos de un operador o le otorgue la influencia o control determi-

nante en la adopción de decisiones: Desde el momento en que consentan en realizar la operación que origine la concentración y determinen la forma, el plazo y las condiciones en que vaya a ejecutarse.

La Superintendencia de Control del Poder de Mercado podrá solicitar de oficio o a petición de parte que los operadores económicos involucrados en una operación de concentración la notifiquen, incluso si no se cumple con los estándares mencionados. El operador notificado tendrá 30 días para justificar la falta de notificación, luego de lo cual iniciará un proceso investigativo de 60 días (prorrogables por 60 días adicionales).

2.4. Requisitos de notificación

La notificación deberá ser realizada por el operador que realiza la adquisición o que adquiere el control, salvo los casos que se trate de varios operadores que van a adquirir el control de forma mancomunada, en cuyo caso se deberá realizar en conjunto y con un procurador común.

El Reglamento a la Ley dispone la entrega de 11 puntos de información y 5 requisitos documentales específicos para cada una de las notificaciones.

2.5. Plazos y tasas

La autoridad tiene un término de 60 días para aprobar, negar o condicionar la transacción. Este término es prorrogable por 60 días adicionales. El Reglamento ha dejado la facultad de fijar tasas a la Superintendencia, según lo dispuesto por la Ley y el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas, disponiendo que el hecho imponible generador de la tasa sea la realización del análisis de concentraciones. La Superintendencia fijó los parámetros para el cálculo de las tasas mediante la Resolución N.º SCPM-DS-2013-002. El artículo 3 de la Resolución N.º SCPM-DS-2013-002 establece que la tasa será el valor más alto resultante entre las siguientes variables: i) 0.25% del Impuesto a la Renta; ii) 0.005% del nivel de ventas; iii) 0.01% de los activos; o iv) 0.05 del Patrimonio. La Resolución no es clara, sin embargo, se puede presumir que las variables se refieren al operador económico adquirido.

3. LEGISLACIÓN DE CONTROL DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LATINOAMÉRICA

En la mayoría de países latinoamericanos en los que existe normativa de competencia, hay también un régimen de control de concentraciones. A continuación, presentamos un breve resumen de los regímenes vigentes en algunos países latinoamericanos, para mejor referencia.

3.1. Brasil

Brasil implementó el 29 de mayo de 2012 un régimen de notificación y aprobación previa de concentraciones económicas; anteriormente, se podía completar la transacción antes de que el CADE emitiera una decisión. En limitadas ocasiones, se puede solicitar una autorización para operar antes de la decisión. El nuevo régimen abolió el umbral de 20% del mercado y fijó nuevos umbrales según las ventas en el Brasil de los operadores económicos que se concentran. Adicionalmente, los cambios normativos también prevén que existan dos tipos de trámite de aprobación; uno rápido, *fast track*, para concentraciones que no generan preocupaciones respecto de la competencia; y uno más extenso para transacciones que requieren mayor análisis.

3.2. Colombia

Colombia cuenta con un régimen de notificación previa de concentraciones. Las notificaciones se hacen ante la Superintendencia de Industria y Comercio. Los umbrales son montos en pesos y están relacionados con los activos totales de las compañías y los niveles de ventas.

3.3. Perú

No tiene un régimen de concentraciones excepto en el caso de concentraciones en el sector eléctrico, en el que se aplica la Ley Antimonopolio y Antioligopolio del Sector Eléctrico.

3.4. Chile

Existe un régimen de notificación voluntaria con el objeto de que los operadores económicos consulte al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia verifique si existe riesgo de que se configure un ilícito y cuáles medidas pueden prevenirlo. Aunque las notificaciones son voluntarias, luego de la reforma del régimen en el 2009, la Fiscalía Nacional Económica o cualquier tercero con interés legítimo puede consultar en lugar de las partes. Una vez ingresada una consulta las operaciones se suspenden hasta que el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia emita una decisión.

3.5. Argentina

Existe un régimen de notificación y aprobación previa de concentraciones económicas. Los umbrales son montos monetarios en relación con el nivel de ventas de los operadores económicos.

3.6. México

En México, también existe un régimen de notificación previa de concentraciones a cargo de la Comisión Federal de Competencia. El régimen

contempla un proceso de revisión expedito para operaciones que no generan mayores preocupaciones y que se enmarcan dentro de algunos supuestos. Adicionalmente, el régimen mexicano prevé que luego de un periodo de espera, se puedan concretar las operaciones de concentración, antes de que exista una decisión, bajo el riesgo de que la operación sea posteriormente negada o condicionada. Los umbrales existentes en México son monetarios y se miden respecto del monto de la transacción, nivel de ventas y activos.

4. EL RÉGIMEN COMERCIAL DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ECUADOR

Una vez que hemos explicado las principales características del nuevo régimen de control de fusiones y adquisiciones en Ecuador es conveniente referirnos al régimen comercial de fusiones y adquisiciones, es decir, a cómo se lleva a cabo, desde el punto de vista del derecho comercial, una operación de esa naturaleza.

La fusión de sociedades mercantiles está normada por la Ley de Compañías. De acuerdo con la legislación societaria, la fusión de compañías puede producirse por dos formas:

- (i) Cuando dos o más compañías se unen para formar una nueva compañía, que les sucede en sus derechos y obligaciones (fusión por unión).
- (ii) Cuando una o más compañías son absorbidas por otra, que continúa subsistiendo (fusión por absorción).

4.1. Los procedimientos de fusión

Para la fusión de cualquier compañía en una compañía nueva se debe, primero, acordar su disolución y, segundo, trasladar en bloque los patrimonios sociales a la nueva compañía. En caso de que la fusión sea el resultado de la absorción de una o más compañías por otra compañía existente, esta última (es decir, la compañía existente) tiene que adquirir en la misma forma los patrimonios de la o de las compañías absorbidas, por medio de un aumento de capital en la cuantía que sea del caso.

En el caso de fusión por absorción, la compañía absorbente deberá aprobar las bases de la operación y el proyecto de reformas al contrato social en una junta general extraordinaria de socios o accionistas, convocada especialmente para este efecto. Las compañías que vayan a ser absorbidas o que se fusionen para formar una tercera compañía; de igual modo, tiene que aprobar el proyecto de fusión de la misma forma (en otras palabras; mediante la convocatoria a junta de socios).

Sin perjuicio de los temas de control de fusiones tratados acá mismo, la Superintendencia de Compañías debe aprobar la escritura pública de fusión

de sociedades mercantiles, que luego tiene que ser publicada en extracto e inscrita en el Registro Mercantil para que surta efectos.

4.2. Los efectos de la fusión

Los efectos de la fusión de dos o más sociedades, según el caso, son los siguientes:

- (i) Si se trata de una fusión por unión, es decir, cuando dos o más compañías se unen para formar una nueva. El efecto fundamental es la aparición de una nueva persona jurídica, sucesora de los derechos y obligaciones de las sociedades fusionadas.
- (ii) En el caso de la fusión por absorción, la compañía absorbente se hará cargo de pagar los pasivos de la absorbida y debe asumir las responsabilidades propias de un liquidador respecto de los acreedores de la sociedad que ha sido absorbida.

Desde la perspectiva de impuestos, el Código Tributario manda que sean responsables como adquirentes o sucesores de bienes los adquirentes de negocios o empresas, por todos los tributos que deba el tradente y generados (los tributos) en el negocio o empresa que se transfiere, por el año en que se realice la transferencia y por los dos años anteriores. La responsabilidad se limita al valor de esos bienes. Por otro lado, el Código también manda que sean responsables, como adquirentes o sucesores de bienes, las sociedades que sustituyan a otras, haciéndose cargo del activo y del pasivo, en todo o en parte, por fusión, transformación, absorción o cualquier otra forma. La responsabilidad incluye tributos adeudados hasta la fecha del acto societario que sea.

Los traspasos de activos y pasivos que se realicen en procesos de fusión no causan impuesto a la renta ni es gravable o deducible el mayor o menor valor que se refleje en el valor de las acciones o participaciones de los accionistas o socios de las sociedades fusionadas. Los traspasos de activos (tangibles o intangibles) pueden hacerse a valor presente o a valor de mercado.

4.3. Adquisición por cesión de un negocio

Otra de las formas de adquisición, distinta de las variedades de fusión ya reseñadas, es la figura de la venta de la totalidad de las mercaderías o efectos del comerciante, que está normada por el Código de Comercio. En la práctica, esta figura se ha utilizado de forma legal para comprar y vender todos los activos y pasivos de un comerciante, entendiéndose por tal una persona natural (con capacidad para contratar y habitualidad en el ejercicio del comercio), una persona jurídica de carácter mercantil (una compañía controlada por la Superintendencia de Compañías) o la sucursal de una compañía extranjera.

Cabe destacar que, en esta figura, no se produce la unión de dos o más personas jurídicas o la absorción de una o más personas jurídicas por parte

de una tercera, como en los casos de fusión normadas por la Ley de Compañías, sino que se trata de un contrato mercantil de compra venta, siempre y cuando se trate de la totalidad de mercaderías o efectos de un comerciante. En la práctica profesional ecuatoriana, esta figura mercantil se ha utilizado, principalmente, para la venta de los activos y pasivos de la sucursal de una compañía extranjera a favor de una tercera persona, como por ejemplo una sociedad anónima o una compañía limitada. El uso de este contrato obedece, en el ejemplo planteado, a la imposibilidad de utilizar una fusión clásica en virtud de que las sucursales de compañías extranjeras no tienen un capital dividido en acciones o participaciones. Adicionalmente, las sucursales de compañías extranjeras están cobijadas bajo la misma personería jurídica de la compañía matriz.

La única formalidad para el perfeccionamiento de este contrato es el otorgamiento de una escritura pública, bajo pena de nulidad. No se necesita, pues de inscripción en el Registro Mercantil.

Desde la perspectiva tributaria, la venta de negocios en los que se transfiere el activo y el pasivo es una transferencia no gravada con Impuesto al Valor Agregado (IVA), igual que las operaciones de fusión de sociedades.

4.4. Adquisición por cesión de acciones y/o participaciones

Otra posibilidad para llevar a cabo una adquisición de una sociedad mercantil ecuatoriana es por medio de la transferencia de acciones o de participaciones. Las sociedades anónimas, que son compañías de capital, tienen un capital dividido en acciones. En cambio, las compañías de responsabilidad limitada, sociedades de personas, tienen un capital dividido en participaciones.

Las sociedades anónimas no financieras están sujetas a la Ley de Compañías y al control de la Superintendencia de Compañías. Su capital se divide en acciones ordinarias, nominativas e indivisibles. Pueden emitir acciones preferidas hasta por el 50% de su capital suscrito. Las acciones preferidas pueden dar derechos especiales en la liquidación de la sociedad o en la participación en las utilidades, pero no pueden conferir dividendos fijos o intereses.

Las acciones, sean ordinarias o preferidas, son libremente transferibles. Este último es un principio general que establece la legislación societaria ecuatoriana, por la naturaleza misma de la sociedad anónima. La propiedad de las acciones de la sociedad anónima se transfiere mediante nota de cesión firmada por quien la transfiere o la persona o casa de valores que la represente. Esta cesión debe hacerse constar en el título correspondiente o en una hoja que se le adhiera. En caso de los títulos de acción que estén entregados en custodia en un depósito centralizado de compensación y liquidación, la cesión podrá hacerse de conformidad con los mecanismos que se establezca para esos depósitos centralizados. La cesión de acciones, su transferencia de dominio, surte efectos contra la compañía y frente a terceros únicamente

desde la fecha de inscripción en el Libro de Acciones y Accionistas de la sociedad. La inscripción se hace con la firma del representante legal de la compañía, a la entrega de una comunicación conjunta (o separada) de cedente y cessionario.

Si las acciones están inscritas en una Bolsa de Valores o inmovilizadas en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, la inscripción en el libro de acciones y accionistas será hecha por el depósito centralizado, con la presentación del formulario de cesión firmado por la casa de valores que actúa como agente. El depósito centralizado debe mantener los archivos y registros de las transferencias y notificar trimestralmente a la compañía.

Las sociedades anónimas pueden tener capital autorizado, que no puede ser superior al doble del capital suscrito. Es necesario añadir que las sociedades anónimas del sector no financiero deben ser constituidas por lo menos con dos accionistas, pero pueden subsistir válidamente con un solo accionista una vez que han sido debidamente inscritas en el Registro Mercantil. Este registro da inicio a la vida legal de la sociedad.

Si las acciones de la sociedad anónima no están inscritas en alguna Bolsa de Valores, su transferencia no requiere más formalidad que la descrita anteriormente, es decir, mediante nota de cesión e inscripción de dicha cesión en el libro de acciones y accionistas. En cambio, si las acciones sí están inscritas en bolsa, se debe observar varias normas de la Ley de Mercado de Valores.

4.5. Las sociedades de responsabilidad limitada

Por su naturaleza jurídica distinta –la de sociedades de personas, no de capitales– las compañías de responsabilidad limitada se rigen por reglas diferentes en lo tocante a la cesión de participaciones. Estas compañías tienen su capital dividido en participaciones que, por no ser valores o bienes muebles, no son susceptibles de cesión o transferencia de modo libre; al contrario de las acciones de las sociedades anónimas. Las participaciones son cuotas (aportaciones) en el capital social de la compañía. Como las participaciones no son títulos, carecen de las características propias de las acciones: su libre circulación y su valoración en el mercado, por ejemplo.

La explicación sobre la naturaleza de las participaciones es la siguiente: al ser las compañías limitadas sociedades de personas (no de capital), la posible circulación de las participaciones implicaría que la sociedad deje de tener sentido en consideración a sus socios, dejaría de ser una sociedad *intuitu personae*. Las participaciones, de acuerdo con la definición incluida en la Ley de Compañías (art. 102), son aportaciones de los socios al capital de la compañía de responsabilidad limitada.

4.6. Transferencia de participaciones

Las participaciones que tenga un socio en una compañía de responsabilidad limitada son transferibles por acto entre vivos, en beneficio de otro u otros socios de la compañía o de terceros, si se obtiene el consentimiento unánime del capital social, de acuerdo con el art. 113 de la Ley de Compañías. Esta es la primera limitación legal: la necesaria unanimidad para la transferencia.

La cesión de participaciones se debe hacer por escritura pública. El notario incorporará al protocolo o insertará en la escritura el certificado del representante de la sociedad que acredite el cumplimiento del requisito referido en el inciso anterior. La cesión se inscribirá en el libro de participaciones y socios de la compañía. Esta es la segunda limitación legal: la formalidad de otorgar la cesión por escritura pública.

De este modo, en Ecuador, los procesos de fusiones y adquisiciones se rigen por las normas de la Ley de Compañías y del Código de Comercio en cuanto su instrumentación, pero están limitadas y controladas por la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado en cuanto a su autorización previa.

EL FONDO DE COMERCIO EN VENEZUELA

Natalija Vojvodic

Principal de Norton Rose Fulbright
(Caracas, Venezuela)*

Elisabeth Eljuri

Socia de Norton Rose Fulbright
(Caracas, Venezuela)

Carlos Chiossone

Asociado de Norton Rose Fulbright
(Caracas, Venezuela)

Sumario:

1. Finalidad del presente trabajo. 2. El fondo de comercio en la legislación comercial venezolana. 3. Definición de fondo de comercio. 4. Enajenación del fondo de comercio. 4.1. ¿Cuándo ocurre? 4.2. Formalidades. 4.2.1. Publicación de los avisos de enajenación del fondo de comercio. 4.2.2. Inscripción del documento de venta del fondo de comercio en el registro mercantil. 4.3. Consecuencias de la falta de cumplimiento de las formalidades. 4.3.1. Falta de publicación de los avisos de enajenación del fondo de comercio. 4.3.2. Falta de inscripción del documento de venta del fondo de comercio en el registro mercantil. 4.4. Otras consideraciones en torno a la enajenación del fondo de comercio. 5. Consideraciones finales. 6. Bibliografía.

1. FINALIDAD DEL PRESENTE TRABAJO

La finalidad del presente trabajo es exponer el tratamiento del fondo de comercio en la legislación comercial venezolana haciendo especial énfasis en los aspectos teóricos y prácticos relacionados con la enajenación del fondo de comercio.

Como veremos más adelante, y en vista de la existencia de lagunas legales sobre ciertos temas relacionados con el fondo de comercio, tales temas han sido objeto de un desarrollo doctrinal más que legal.

* www.nortonrosefulbright.com

A pesar de que la regulación comercial del fondo de comercio se encuentra contenida en el Código de Comercio venezolano que data del año 1955¹; lo cierto es que el fondo de comercio y, en especial, las consideraciones en torno a su enajenación, siguen siendo de gran relevancia práctica en el entorno empresarial actual de Venezuela.

2. EL FONDO DE COMERCIO EN LA LEGISLACIÓN COMERCIAL VENEZOLANA

La regulación comercial del fondo de comercio en Venezuela comenzó y se encuentra principalmente contenida en el Código de Comercio venezolano de 1955. Específicamente, las disposiciones de la legislación comercial venezolana que regulan al fondo de comercio se encuentran contenidas en los artículos 19, 151 y 152 del Código de Comercio venezolano.

Sin embargo, y como señalamos anteriormente, dichas disposiciones se limitan a establecer las formalidades aplicables a una venta o enajenación de fondo de comercio y las consecuencias legales que se derivan de la falta de cumplimiento de dichas formalidades. Por ende, ninguna de dichas disposiciones contiene una definición legal del fondo de comercio.

En vista de lo anterior, le ha correspondido a la doctrina nacional desarrollar los temas relativos a la definición y elementos del fondo de comercio. Por lo que respecta a la jurisprudencia en Venezuela, esta se ha enfocado principalmente en el aspecto relativo al cumplimiento de las formalidades para la enajenación del fondo de comercio previstas en el Código de Comercio venezolano, más que en el concepto y los elementos del fondo de comercio.

Entre otros instrumentos legales posteriores al Código de Comercio venezolano que han incluido normas puntuales sobre los fondos de comercio (en su mayoría enfocadas principalmente hacia los aspectos relacionados con su enajenación), podemos mencionar la Ley de Hipoteca Mobiliaria y Prenda sin Desplazamiento de Posesión,² la Ley de Registro Público y del Notariado,³ la Ley de Timbre Fiscal⁴ y el Código Orgánico Tributario.⁵

3. DEFINICIÓN DE FONDO DE COMERCIO

Como señalamos anteriormente, el Código de Comercio venezolano no contiene una definición de fondo de comercio ni tampoco una referencia a los elementos que integran el fondo de comercio. Por tanto, la definición y los

1 Publicado en la Gaceta Oficial Extraordinaria N.º 475 del 21 de diciembre de 1955.

2 Publicada en la Gaceta Oficial Extraordinaria N.º 1.575 del 4 de abril de 1973.

3 Publicada en la Gaceta Oficial Extraordinaria N.º 5.833 del 22 de diciembre de 2006.

4 Publicada en la Gaceta Oficial N.º 40.335 del 16 de noviembre de 2014.

5 Publicado en la Gaceta Oficial N.º 37.305 del 17 de octubre de 2001.

elementos que integran el fondo de comercio son temas que han sido desarrollados principalmente por la doctrina venezolana.

Al analizar los distintos y a veces contradictorios criterios expuestos por la doctrina venezolana, encontramos que existen al menos dos elementos que constantemente son incluidos dentro de la definición de fondos de comercio, a saber: (a) la existencia de un conjunto de bienes organizados (una unidad económica) y (b) el uso de dicha unidad económica para un propósito comercial. El *goodwill* generalmente definido como la capacidad del fondo de comercio de producir ganancias, es también un elemento o cualidad que parte de la doctrina venezolana coincide en calificar como esencial dentro del concepto de fondo de comercio.

En este sentido, podemos concluir que la existencia de un fondo de comercio debe ser determinada en cada caso en particular tomando en cuenta los elementos que integran ese conjunto de bienes o activos.

4. ENAJENACIÓN DEL FONDO DE COMERCIO

4.1. ¿Cuándo ocurre?

Con el fin de determinar si ha ocurrido o no una enajenación de un fondo de comercio, lo primero que debemos determinar es si el conjunto de bienes a ser enajenado constituye o no un fondo de comercio tomando en cuenta los elementos señalados en el punto 3 anterior.

El artículo 151 del Código de Comercio venezolano⁶ establece que la enajenación de un fondo de comercio, o la enajenación de las existencias del fondo de comercio en totalidad o en lotes, siempre y cuando, se produzca la cesación de los negocios del dueño del fondo, realizada a cualquier título por acto entre vivos, debe ser publicada antes de la entrega del fondo de comercio.

Con respecto al segundo escenario, producto de la enajenación de las existencias del fondo de comercio, en su totalidad o en lotes, cesa el negocio del dueño; varios autores consideran que si como consecuencia de la transferencia de activos que integran el fondo de comercio el enajenante cesa los negocios relacionados con dichos activos, entonces dicha transferencia cons-

6 “Artículo 151.- La enajenación de un fondo de comercio, perteneciente a firma que esté o no inscrita en el Registro Mercantil, o la de sus existencias, en totalidad o en lotes, de modo que haga cesar los negocios de su dueño, realizada a cualquier título por acto entre vivos, deberá ser publicada antes de la entrega del fondo, por tres veces, con intervalo de diez días, en un periódico del lugar donde funcione el fondo o en lugar más cercano, si en aquél no hubiere periódico; y en caso de que se trate de fondos de un valor superior a los diez mil bolívares (Bs. 10.000,00), y dentro de las mismas condiciones, en un diario de los de mayor circulación de la capital de la República.” En vista de la reconversión monetaria que tuvo lugar en Venezuela hace algunos años, la cantidad de Bs. 10.000 equivale actualmente a Bs. 10.

tituye una enajenación de un fondo de comercio, aún en aquellos casos en los cuales el enajenante continúe con los negocios relacionados a otros fondos de comercio.⁷ Por ejemplo, una persona que transfiera los activos destinados a elaborar helados y cese en el negocio de la fabricación de helados estaría enajenando ese fondo de comercio en particular, aun cuando conserve otros activos destinados a otras líneas de negocios y continúe trabajando en dichas líneas de negocios.

Por otro lado, y como bien lo afirma un autor nacional, en el primer escenario de venta del fondo de comercio como unidad, no es necesario el requisito de la cesación en los negocios del enajenante, pues se entiende que quien enajena un fondo de comercio como unidad está en efecto cesando en sus negocios con respecto a dicho fondo.⁸

Los autores nacionales también consideran que cualquier acto o acuerdo (por ejemplo, la venta, permuta, aporte en sociedad, donación y dación en pago) que resulte en la transferencia de la propiedad del fondo de comercio constituye una enajenación del fondo de comercio en los términos regulados por el Código de Comercio venezolano.⁹

Basándonos en lo anterior y a los fines de determinar si una transacción en particular constituye o no una enajenación de un fondo de comercio, consideramos que es necesario determinar los elementos fácticos que están presentes en dicha transacción que puede ser considerada como una enajenación de fondo de comercio y, en particular, determinar si: (a) los activos a ser transferidos constituyen una unidad económica; (b) como resultado de la transferencia de los activos el enajenante cesará en los negocios relacionados con dichos activos; y (c) el “elemento esencial” para la existencia del fondo de comercio será transferido, siendo dicho elemento esencial un aspecto a ser evaluado en cada caso en particular, pues dependiendo del tipo de negocio que desarrolla el fondo de comercio, dicho elemento esencial puede ir desde el *goodwill*, el punto de venta, la clientela o cualquier otro elemento que sea considerado esencial para dicho fondo de comercio.

4.2. Formalidades

La enajenación de un fondo de comercio se encuentra sujeta al cumplimiento de las siguientes formalidades legales:

7 GOLDSCHMIDT, Roberto y RAMÍREZ, Raúl, *De la enajenación del Fondo de Comercio en el Derecho venezolano*, Editorial UCAB, Caracas, 2010., p. 49.

8 MORLES, Alfredo, *Curso de Derecho mercantil*, Editorial UCAB, Caracas, 2010, pp. 250-251.

9 MORLES, *Curso de Derecho mercantil*, cit., p. 249. GOLDSCHMIDT / RAMÍREZ, *De la Enajenación del Fondo de Comercio en el Derecho Venezolano*, cit., pp. 44-45.

4.2.1. Publicación de los avisos de enajenación del fondo de comercio

De acuerdo con el artículo 151 del Código de Comercio venezolano, la enajenación de un fondo de comercio debe ser publicada, mediante el respectivo aviso de enajenación del fondo de comercio, en un diario de la ciudad donde funcione el fondo, así como en un diario de mayor circulación en la ciudad de Caracas –República Bolivariana de Venezuela cuando el valor del fondo de comercio sea mayor a Bs. 10.¹⁰

Dicho aviso debe publicarse tres veces con un intervalo de diez días entre cada publicación. Las tres publicaciones deben realizarse antes de la transferencia o entrega del fondo de comercio, aun cuando el documento de enajenación del fondo de comercio ya haya sido firmado por las partes (enajenante y adquirente) e incluso registrado.

No existen normas especiales que establezcan la forma de efectuar tales publicaciones, y por lo tanto el vendedor y el comprador tienen la libertad absoluta para determinar la forma que tendrán las mismas. Este aviso no debe ser presentado ante autoridad alguna en la República, dado que el Código de Comercio venezolano únicamente exige su publicación en los términos antes señalados.

En los casos de venta del fondo de comercio, todos los gastos ocasionados por las publicaciones corren, en principio, por cuenta del comprador del fondo de comercio,¹¹ pero puede haber acuerdo en contrario entre las partes.

La finalidad de estas publicaciones es informar a los acreedores del enajenante del fondo de comercio acerca de tal evento. En efecto, el artículo 151 del Código de Comercio venezolano¹² establece que durante el lapso de las publicaciones, los acreedores del enajenante, incluyendo aquellos cuyos créditos aún no hayan vencido, pueden pedir el pago de sus créditos o el otorgamiento de garantías para el pago de sus créditos. En nuestro criterio, ambos acreedores, tanto los que tienen créditos ya vencidos así como aquellos cuyos créditos no hayan vencido aún, pueden solicitar indistintamente el pago del crédito o la garantía para el pago del crédito.

Por otro lado, el artículo 152 del Código de Comercio venezolano establece una responsabilidad solidaria del adquirente del fondo de comercio junto con el enajenante por los créditos de aquellos acreedores que habiendo reali-

10 Dado el bajo valor de Bs. 10 (que equivalen a aproximadamente 1,58 dólares de los Estados Unidos de América, (USD), calculados an la tasa de cambio oficial de Bs. 6,30 por USD 1) prácticamente toda enajenación de fondo de comercio en territorio venezolano tiene que ser publicada en un diario de mayor circulación en la ciudad de Caracas.

11 “Artículo 1.491.- Los gastos de la tradición son de cuenta del vendedor, salvo los de escritura y demás accesorios de la venta que son de cargo del comprador. También son de cargo de este los gastos de transporte, si no hay convención en contrario.” Código Civil de Venezuela, publicado en la *Gaceta Oficial Extraordinaria N.º 2.990* del 26 de julio de 1982.

12 “Artículo 151.- (...) Durante el lapso de las publicaciones a que se refiere el encabezamiento de este artículo, los acreedores del enajenante, aún los de plazo no vencido, pueden pedir el pago de sus créditos o el otorgamiento de garantía para el pago.”

zado su reclamación durante el plazo de las publicaciones a los fines de recibir el pago de su crédito o una garantía para el pago de su crédito, no hayan recibido ni el pago ni la garantía.¹³ Más adelante, haremos una breve referencia al tema de la solidaridad (en las obligaciones) bajo el derecho venezolano.

Cabe destacar que, a diferencia de la solidaridad prevista en dicho artículo 152 por la falta de publicación de los avisos de enajenación del fondo de comercio, esta solidaridad solamente beneficia a aquellos acreedores que hayan efectuado su reclamo dentro del respectivo plazo, sin que dicho reclamo haya sido satisfecho mediante el pago del crédito o la constitución de la garantía para el pago del crédito.

4.2.2. *Inscripción del documento de venta del fondo de comercio en el Registro Mercantil*

De acuerdo con el artículo 19 del Código de Comercio venezolano,¹⁴ los documentos de venta de fondos de comercio deben ser inscritos en el Registro Mercantil.

La legislación venezolana en esta materia no establece un Registro Mercantil obligatorio para el registro de los documentos de venta de fondos de comercio por lo cual, en principio, dichos documentos podrían ser registrados en el Registro Mercantil que corresponda al domicilio del enajenante o adquirente.

Cabe destacar que el artículo 19 del Código de Comercio venezolano hace referencia a la “venta” del fondo de comercio; mientras que el artículo 151 de ese mismo código (y que se refiere al requisito de las publicaciones) regula la “enajenación”, un concepto más amplio que incluye no solo la venta del fondo de comercio, sino también cualquier acto cuyo resultado sea la transferencia del fondo de comercio, incluyendo permutas, daciones en pago, donaciones, etc.

Cabe entonces preguntarse si en esos escenarios de enajenación que no constituyen una venta propiamente, también debe cumplirse con el requisito de registro previsto en el artículo 19 del Código de Comercio venezolano.

En nuestro criterio, acoger una interpretación literal y asumir la posición de que los documentos de transferencia de un fondo de comercio, distintos a una venta, no se encuentran sujetos al requisito de registro previsto en el artículo 19 del Código de Comercio venezolano, puede resultar un tanto riesgoso. Nuestra recomendación sería adoptar un criterio, quizás excesivamente conservador, y según el cual cualquier documento que evidencie la transferencia o enajenación

13 “Artículo 152.- (...) Incluye en la misma responsabilidad el adquirente frente a los acreedores del enajenante cuyos créditos reclamados durante el lapso de las publicaciones no hubieren sido pagados o garantizados, siempre que ellos hubieren hecho su reclamación durante el término señalado.”

14 “Artículo 19.- Los documentos que deben anotarse en el Registro de Comercio, según el artículo 17, son los siguientes: (...) 10.- La venta de un fondo de comercio o la de sus existencias, en totalidad o en lotes, de modo que haga cesar los negocios relativos a su dueño (...).”

de un fondo de comercio debe estar sometido tanto al requisito de las publicaciones previsto en el artículo 151 del Código de Comercio venezolano, como al requisito de registro previsto en el artículo 19 de ese mismo texto legal.

4.3. Consecuencias de la falta de cumplimiento de las formalidades

4.3.1. *Falta de publicación de los avisos de enajenación del fondo de comercio*

De acuerdo con el artículo 152 del Código de Comercio venezolano,¹⁵ la falta de publicación de los tres avisos notificando acerca de la enajenación del fondo de comercio, de conformidad con lo previsto en el artículo 151 de ese mismo código, hace que el adquirente del fondo de comercio sea solidariamente responsable, junto con el enajenante de dicho fondo de comercio, frente a los acreedores de obligaciones civiles y mercantiles del enajenante.

La responsabilidad solidaria a la que hace referencia dicho artículo 152 (y que encuentra su definición legal en el Código Civil de Venezuela)¹⁶ consiste en que los acreedores del enajenante pueden exigirle al adquirente el pago de la totalidad de la deuda del primero. El adquirente posteriormente puede solicitarle al enajenante el reintegro de la suma que haya tenido que pagar el adquirente en virtud de la solidaridad prevista en el artículo 152 del Código de Comercio venezolano.¹⁷ En todo caso, las partes pueden regular, en el respectivo documento de enajenación del fondo de comercio, mecanismos distintos para el tratamiento de pasivos.

Esta responsabilidad solidaria no se encuentra limitada a un monto máximo, por ejemplo, al valor del fondo de comercio transferido.

4.3.2. *Falta de inscripción del documento de venta del fondo de comercio en el Registro Mercantil*

De acuerdo con el artículo 25 del Código de Comercio venezolano,¹⁸ cualquier acto que por ley deba ser inscrito ante el Registro Mercantil no es oponible frente a terceros hasta que el registro se haya efectuado.

15 “Artículo 152.- Cuando no se hayan cumplido los requisitos expresados en el encabezamiento del artículo anterior, el adquirente del fondo de comercio es solidariamente responsable con el enajenante frente a los acreedores de este último.”

16 “Artículo 1.221.- La obligación es solidaria cuando varios deudores están obligados a una misma cosa, de modo que cada uno pueda ser constreñido al pago por la totalidad, y que el pago hecho por uno solo de ellos liberte a los otros, o cuando varios acreedores tienen el derecho de exigir cada uno de ellos el pago total de la acreencia y que el pago hecho a uno solo de ellos liberte al deudor para con todos.”

17 “Artículo 1.238.- El codeudor solidario que ha pagado la deuda íntegra, no puede repetir de los demás codeudores sino por la parte de cada uno.”

18 “Artículo 25: Los documentos expresados en los números 1º, 2º, 3º, 7º, 8º, 9º, 10º, 11º, 12º y 13º del artículo 19, no producen efecto sino después de registrados y fijados.

Por lo tanto, si el documento de enajenación del fondo de comercio no es registrado de acuerdo a lo previsto en el artículo 19 del Código de Comercio venezolano, dicha enajenación sería válida y surtiría efectos entre las partes (enajenante y adquirente) pero no sería oponible frente a terceros. En consecuencia, el adquirente del fondo de comercio podría quedar expuesto a acciones que los acreedores del enajenante puedan ejercer sobre los activos que integran el fondo de comercio.

4.4. Otras consideraciones en torno a la enajenación del fondo de comercio

La enajenación de un fondo de comercio puede tener implicaciones adicionales justamente por estar conformado por una variedad de bienes y activos cuya transferencia puede estar sujeta a requisitos o formalidades adicionales.

Por ejemplo, la transferencia de ciertos bienes se encuentra sujeta a formalidades de registro que deben ser cumplidos independientemente de que la enajenación del fondo de comercio haya sido registrada conforme al artículo 19 del Código de Comercio venezolano.

Asimismo, y en caso de cesión de uno o más contratos, será necesario cumplir con los requisitos legales o contractuales, según sea el caso, para su efectiva cesión.

Bajo el Código Civil de Venezuela, la cesión de derechos es oponible al deudor con una simple notificación a este.¹⁹ Por otro lado, la delegación de obligaciones requiere de la expresa declaración del acreedor para que el delegante (enajenante) quede liberado de las obligaciones inicialmente asumidas con el acreedor.²⁰ En todo caso, los contratos pueden establecer requisitos adicionales o distintos a los previstos legalmente para la cesión de los mismos (por ejemplo, el otorgamiento de garantías).

Adicionalmente, ciertas leyes de naturaleza laboral y tributaria contemplan implicaciones adicionales derivadas de la enajenación de un fondo de comercio.

A manera de ejemplo, podemos mencionar la responsabilidad solidaria que prevé el artículo 29 del Código Orgánico Tributario para el adquirente de un fondo de comercio. Específicamente, esta disposición establece que es

Sin embargo, la falta de oportuno registro y fijación no podrán oponerla a terceros de buena fe los interesados en los documentos a que se refieren esos números.”

19 “Artículo 1.550.- El cesionario no tiene derecho contra terceros sino después que la cesión se ha notificado al deudor, o que éste la ha aceptado.”

20 “Artículo 1.317.- La delegación por la cual un deudor designa al acreedor otro deudor, el cual se obliga hacia el acreedor, no produce novación, si el acreedor no ha declarado expresamente su voluntad de libertar al deudor que ha hecho la delegación.”

responsable solidario por las obligaciones tributarias del fondo de comercio el adquirente del mismo. Asimismo, esta disposición establece que dicha responsabilidad solidaria está limitada al valor de los bienes que se adquieran, a menos que el adquirente hubiere actuado con dolo o culpa grave y que, durante el lapso de un año contado a partir de comunicada la operación a la Administración Tributaria respectiva, esta puede requerir el pago de las cantidades por concepto de tributos, multas y accesorios determinados, o solicitar la constitución de garantías respecto de las cantidades en proceso de fiscalización y determinación.

Finalmente, es importante mencionar la existencia de disposiciones contenidas en otras leyes, tales como la Ley de Registro Público y del Notariado y la Ley de Timbre Fiscal las cuales establecen el pago de tasas e impuestos para la inscripción o registro de documentos de venta de fondos de comercio.

Un ejemplo es el artículo 6 de la Ley de Timbre Fiscal el cual establece que para el registro de la venta de un fondo de comercio o la de sus existencias en totalidades o en lotes, de modo que haga cesar los negocios relativos a su dueño, deberá pagarse una tasa de cinco unidades tributarias,²¹ además de dos centésimas de unidad tributaria por cada bolívar o fracción menor de un bolívar sobre el monto del precio de la operación. Esta tasa sin duda puede resultar en una carga importante si el monto del precio por la venta del fondo de comercio, es sustancial.

5. CONSIDERACIONES FINALES

A pesar de que el fondo de comercio no ha sido desarrollado en detalle por el principal cuerpo legal que regula la materia mercantil en Venezuela, su importancia y relevancia práctica es tal que, como hemos visto, si ha sido regulado por textos legales más recientes, especialmente en aspectos relativos a su enajenación.

Lo anterior se debe al hecho de que la transferencia del fondo de comercio muchas veces resulta ser un mecanismo más práctico y favorable, tanto para los que buscan transferir un negocio como para los que buscan adquirir uno, en comparación con otras figuras.

A manera de ejemplo, si comparamos la transferencia de un fondo de comercio con la transferencia de acciones en una sociedad anónima, nos encontramos con que una de las ventajas que tiene para el adquirente el recibir un fondo de comercio, en lugar de las acciones de una compañía que a su vez es propietaria del fondo de comercio; es la posibilidad de limitar o disminuir su responsabilidad a través de la publicación de los avisos de enajenación del fondo de comercio.

CAP. XVI

21 Actualmente, el valor de cada unidad tributaria es de Bs. 127 que, calculados a la tasa de cambio oficial de Bs. 6.30 por USD 1, es el equivalente a aproximadamente USD 20.

La posibilidad de transferir un fondo de comercio también les permite a los empresarios disponer de una parte o un segmento de su negocio sin que sea necesario enajenar la compañía o sociedad que posee negocios adicionales.

6. BIBLIOGRAFÍA

GOLDSCHMIDT, Roberto y RAMÍREZ, Raúl. *De la enajenación del Fondo de Comercio en el Derecho Venezolano*, Editorial UCAB, Caracas, 2010.

MORLES, Alfredo. *Curso de Derecho mercantil*, Editorial UCAB, Caracas, 2010.

JOINT VENTURES INTERNACIONALES: PROBLEMAS Y CONSEJOS*

Patricia López Aufranc

Socia de Marval, O'Farrell & Mairal
(Buenos Aires, Argentina)**

Sumario:

1. Introducción.
2. Organización del JV.
- 2.1. Ley aplicable y jurisdicción.
- 2.2. Negocio del JV.
- 2.3. Productos y mercados.
- 2.4. Contribuciones de los participantes al JV.
- 2.5. Estructura legal.
- 2.5.1. Relación mayoría vs. minoría.
- 2.5.2. Restricciones a la transferencia de acciones.
3. Funcionamiento del JV.
- 3.1. Gestión y recursos humanos.
4. Bloqueos y terminación del JV.
- 4.1. Bloqueos.
- 4.2. Extinción del plazo o imposibilidad de cumplir el objeto.
- 4.3. Incumplimiento del contrato de JV.
5. Otros temas.
6. Comentarios finales.

Las operaciones internacionales¹ y, en particular, los *joint ventures*² (JV) que incluyen participantes de distintos países o que se instalan en un país anfitrión distinto del país de algunos de los participantes, presentan problemas adicionales a los que enfrentan las operaciones puramente locales de similares características.

Este trabajo señala algunos de los aspectos más relevantes. No pretende ser un trabajo académico; sino enunciar a los principales problemas y dar consejos prácticos aprendidos en el ejercicio profesional. No se refiere a ninguna jurisdicción en particular, sino que evoca cuestiones comunes a mu-

* Este trabajo está basado en un trabajo presentado al UIA-NYSB International Meeting, en Nueva York, EEUU en septiembre 13 y 14, 2010.

** www.marval.com.ar

1 En este trabajo, llamamos operaciones internacionales a aquellas en las que una sociedad constituida en una jurisdicción desarrolla negocios en una jurisdicción distinta

2 Cuando hablamos de *joint venture* (JV) nos referimos, en general, a un contrato de colaboración o una sociedad constituida por dos o más socios independientes, para llevar a cabo un proyecto o negocio. El JV puede organizarse mediante un contrato o a través de la creación de una persona jurídica distinta de los socios. En este trabajo, asumimos que los socios están organizados en una o más jurisdicciones distintas de la jurisdicción en la que se constituye y va a operar el JV y que un participante del JV puede ser una empresa de la jurisdicción del país anfitrión.

chas jurisdicciones. Principalmente, los que surgen del choque cultural que se produce cuando empresas originadas en países de *Common Law* hacen negocios en países de derecho de raigambre continental y/o con empresas de estas últimas jurisdicciones.

1. INTRODUCCIÓN

Quién como participante o como asesor legal de la operación, contemple la creación de un JV en una jurisdicción que no es la propia, con participantes de jurisdicciones distintas de la del país anfitrión y/o con empresas de ese último país, debería tener muy presentes algunos temas:

- La idiosincrasia y forma de hacer negocios en el país anfitrión del JV.
- Las características propias de cada participante. Ejemplo: empresas multinacionales, empresas locales de envergadura, empresas familiares, o todas o algunas de las precedentes interactuando simultáneamente.
- El derecho local aplicable, especialmente las condiciones y/o restricciones que dicho derecho impone a la estructura o al desarrollo del negocio contemplado por el JV. Las principales áreas que deberían analizarse son el régimen de inversiones extranjeras, el régimen de control de cambios, el régimen fiscal, el derecho laboral y los temas regulatorios de áreas de negocio específicas, dado el caso.
- Los términos del acuerdo entre las partes sobre el negocio contemplado, incluyendo los objetivos de cada parte.
- La naturaleza y características del JV (¿tendrá personería jurídica como sociedad o será una relación meramente contractual?).
- El equilibrio de poder en el seno del JV, en atención a que los problemas y las soluciones varían según la relación entre las partes. Ejemplo: mayoría/minoría (60/40); varias minorías (40/30/30), partes iguales (50/50).

En JV internacionales, participan generalmente varios asesores legales, incluso, dependiendo del monto de la inversión, asesores de cada participante con relación a su jurisdicción de origen y uno o varios asesores con relación a la jurisdicción en la que el JV se constituirá y/u operará. En relación a este tema, debería tenerse en cuenta lo siguiente:

- Asegurarse que los asesores en la jurisdicción de los participantes tengan experiencia en operaciones internacionales y preferentemente en operaciones en el país donde se instalará el JV.
- Identificar asesores locales idóneos y trabajar estrechamente con los asesores locales elegidos. Preferir asesores locales con los que los

asesores de la jurisdicción del o de los participantes hayan establecido una relación de trabajo y respeto mutuo.

- Fijar los objetivos claramente.
- Analizar cuidadosamente el abanico de soluciones y estructurar la operación de la forma más conveniente para lograr los objetivos.
- Prever las soluciones elegidas en los documentos que puedan conferirles mayor fuerza legal. Algunas jurisdicciones confieren prioridad al estatuto del JV (cuando el JV esté constituido como sociedad) por sobre el Acuerdo de Accionistas, aun en caso de que se hubieren previsto disposiciones contrarias en el Acuerdo de Accionistas. En general, el estatuto es oponible a terceros; mientras que el Acuerdo de Accionistas es un documento entre partes.
- Verificar la validez de las soluciones propuestas bajo la ley de la jurisdicción del JV y su fuerza en la práctica. ¿Existen precedentes judiciales que hayan aceptado dichas soluciones?

También es importante tener en cuenta lo siguiente:

- Negociar exhaustivamente: Considerar los intereses de ambas partes y redactar acuerdos equitativos. No exigir compromisos que uno no estaría dispuesto a dar en similares circunstancias. Los acuerdos desbalanceados suelen ser armas de doble filo. Las negociaciones minuciosas llevan tiempo, pero ayudan a que surjan los problemas y obligan a encontrarles soluciones, durante el “noviazgo” de las partes, que es el momento más propicio. Puede pasar que un potencial socio sea muy proclive a aceptar las exigencias impuestas. Esto debería ser más motivo de preocupación que de goce. Frecuentemente, quien no negocia aguerridamente, no tiene intención de cumplir o no entendió cabalmente el alcance de los compromisos que se le pretenden imponer.
- Verificar si existe una cultura empresarial y valores comunes, o por lo menos compatibles, y un razonable grado de confianza entre los participantes. De lo contrario, es recomendable abandonar el desafío. Las diferencias culturales significativas y las discrepancias en materia de valores son presagio de problemas a corto plazo.
- Verificar la reputación y antecedentes de los participantes. Si alguno de ellos tiene un historial de litigiosidad, probablemente el JV le dé una nueva oportunidad de litigar. Hay partes para quienes el litigio es una forma de hacer negocios.
- Evitar el uso de instituciones o modelos de documentos ajenos al derecho del país anfitrión. “No perderse en la traducción” con relación a los valores, idiosincrasia o soluciones. A veces, soluciones a problemas comúnmente adoptadas y aceptadas en algunas jurisdic-

ciones se asemejan a algunos vinos: “no viajan bien” y, por ende, no son necesariamente exportables. No creer que una solución comúnmente aceptada en la jurisdicción de un participante será siempre necesariamente la mejor solución en el país anfitrión.

- Desconfiar del asesor local que acepta todas las sugerencias. Tal vez no esté haciendo su trabajo correctamente o no entendió los problemas cabalmente.
- Escuchar al asesor local. No subestimar su consejo. Asegurarse de plantear las preguntas correctas o, aún mejor, describir la situación en detalle, para asegurarse que la respuesta sea adecuada y completa.
- Evitar los modelos de documentos, el “cortar y pegar” indiscriminado, y cualquier documento que no haya sido comentado extensamente por las partes. Cada operación es única y debería ser tratada como tal.

2. ORGANIZACIÓN DEL JV

2.1. Ley aplicable y jurisdicción

La cláusula de derecho aplicable frecuentemente es la última que se completa; ya que cada participante quiere imponer su derecho, por serle familiar o los participantes no se ponen de acuerdo sobre un derecho neutral; mientras que el participante local pretende imponer su derecho, basado en que es el derecho del lugar en el que se constituirá y/u operará el JV, y en consideraciones de orden público. Es un tema que debería abordarse desde el inicio de las negociaciones, ya que impacta todos los acuerdos.

Si bien es frecuente someter los acuerdos de JV a leyes distintas de la ley de la jurisdicción en la que se radica el JV, deben considerarse cuidadosamente las disposiciones de la ley local de orden público y que no pueden dejarse de lado. Estas incluyen muchas normas de derecho societario, control de cambios, derecho de la competencia, laboral, impuestos, tal como describimos más abajo.

Debería analizarse también la independencia y eficiencia de los tribunales locales, y su potencial animosidad contra las empresas extranjeras.

Cuando se elija el método de solución de controversias, deben tenerse en cuenta los costos involucrados, así como los plazos de duración de los procesos.

El arbitraje CCI en una jurisdicción imparcial puede ser una buena opción para operaciones internacionales de envergadura. En tal caso, debe investigarse la posibilidad de ejecutar laudos extranjeros, así como los temas que no puedan ser materia de arbitraje. El costo es importante, en particular, cuando las partes tienen poder económico dispar. Otros centros de arbitraje pueden

ser más convenientes en asuntos de poco monto o cuando las partes son muy dispares.

Es fundamental que un especialista redacte la cláusula de arbitraje para evitar sorpresas. Debe dársele especial atención a la sede del arbitraje, el idioma y las reglas aplicables.

2.2. Negocio del JV

El objeto del JV debe establecerse claramente. Dependerá, entre otros factores, de los objetivos de los participantes, las oportunidades y limitaciones. Ejemplo: sinergias, repartición de costos y riesgos, imposibilidad de llevar a cabo el proyecto de forma independiente, acceso a tecnología, análisis de inversión y beneficios, y requisitos regulatorios.

Un buen plan de negocios y un presupuesto detallado evitan futuras desinteligencias. Conviene asegurarse de que los objetivos de los participantes estén alineados.

Es conveniente tomar conciencia de las fortalezas y debilidades de cada participante. ¿Tiene un participante otros negocios con las mismas partes? ¿Necesitará uno siempre la tecnología de otro o viceversa? ¿Es una de las partes la fuente principal de materia prima, componentes o cualquier insumo que necesite el JV?

2.3. Productos y mercados

Deben definirse los productos y/o servicios que producirá o prestará el JV, así como la forma de tratar potenciales nuevos productos, nueva tecnología, eventuales cambios en los insumos, en la forma en que se presten los servicios o nuevos servicios.

Temas como exclusividad, territorio y mercados también deben tratarse cuidadosamente, en particular, cuando algún participante lleva a cabo actividades similares a las previstas para el JV.

2.4. Contribuciones de los participantes al JV

Deben precisarse detalladamente las contribuciones de cada participante al JV. En general, consisten en activos, servicios y/o personal. Debe auditarse el valor de los activos que se contribuyan (en particular, si son intangibles), así como el valor de mercado de los servicios. Muchas veces la legislación local plantea dificultades para la valuación de activos no monetarios o servicios. En algunas jurisdicciones, la prestación de ciertos servicios al JV puede incluirse en el estatuto del JV como un derecho o como contribución de capital. Otras

no lo permiten o lo restringen. Conviene prever las garantías de práctica con relación a las contribuciones de los participantes³. Se recomienda prestarle especial atención al régimen fiscal, por el impacto que pueden tener en el negocio, los impuestos a las ventas, al valor agregado, a la transferencia de activos, al capital, sellos, etc. Sobre todo, si se ceden activos al JV.

La responsabilidad por ciertos pasivos que puede transmitirse al JV en caso de ciertas cesiones de activos debe analizarse también, aunque no se transfiera un fondo de comercio, sobre todo si se transfieren al JV marcas y/o personal.

En cuanto al personal transferido, conviene analizar la antigüedad y beneficios especiales; ya que difícilmente el JV pueda cambiarles las condiciones de trabajo.

Otras obligaciones de los participantes como garantías financieras y, en general, su apoyo financiero al JV también deben ser consideradas.

Por lo general un participante extranjero elige a un socio local por su conocimiento del medio y sus conexiones con la comunidad de negocios local y el gobierno. Sin embargo, no es recomendable incluir servicios de *lobbying* como aporte al JV. En caso de que fuese conveniente, habría que fijar los parámetros para no caer en actividades prohibidas.

2.5. Estructura legal

La elección de la estructura del JV depende de una serie de factores como el alcance y duración esperada del JV, titularidad y control, responsabilidad, régimen fiscal y aspectos contables. Puede optarse por formas contractuales o societarias. Dentro de las últimas también existen varias alternativas (sociedades de hecho, sociedades de responsabilidad limitada, sociedades anónimas)⁴.

Si el JV opera en una única jurisdicción, una única entidad puede ser lo apropiado. Si opera en múltiples jurisdicciones, estructuras complejas, con una o más sociedades holdings, y una o más sociedades operativas pueden ser más adecuadas.

Cuando la legislación local impone restricciones a la autonomía de la voluntad, el derecho societario es rígido o cuando el régimen de penalidades por incumplimiento no es efectivo, una sociedad holding constituida en una jurisdicción con legislación más flexible puede ser conveniente para adoptar

3 Estas se refieren al título perfecto sobre los activos transferidos, ausencia de gravámenes, vigencia en caso de derechos de propiedad industrial, etc.

4 En este trabajo, asumimos que en caso de estructurarse mediante una sociedad, el JV elige una sociedad anónima. Consideraciones fiscales de la jurisdicción de los participantes puede inclinarlos hacia una SRL, si la limitación a la transferencia de acciones hace que opere como *pass through*, es decir, que es fiscalmente transparente.

soluciones en la estructuración del negocio que atiendan los objetivos de los participantes. Dicha holding se colocaría por encima de una o más entidades más simples en la jurisdicción del JV.

En tal caso, debe analizarse el régimen de responsabilidad de la sociedad holding por los actos de sus subsidiarias en caso de control, que varía de una jurisdicción a otra y puede dar lugar a sorpresas por corrimiento del velo societario.

Cada jurisdicción pone a disposición distintas formas jurídicas con diversas características en materia de extensión de responsabilidad, gobernanza, régimen fiscal, etc. Deben compararse las ventajas e inconvenientes de cada una, a fin de identificar aquellas que se adaptan mejor a los objetivos de los participantes (sociedades de responsabilidad limitada, sociedades anónimas, etc.).

Una vez que se eligieron las estructuras jurídicas, debe considerarse el equilibrio de fuerzas en el seno de las mismas.

2.5.1. Relación mayoría vs. minoría

Conviene verificar si bajo la ley de la jurisdicción del JV, la participación directa de los participantes en la gestión del JV, más allá de la participación prevista a través de las asambleas de accionistas, puede acarrear responsabilidad por aplicación de doctrinas sobre control u occasionar el corrimiento del velo societario, en cuyo caso debería evitarse tal involucramiento.

Conviene averiguar si el participante mayoritario tiene alguna obligación fiduciaria con relación al minoritario y verificar cómo trata el derecho de la jurisdicción del JV los eventuales conflictos de intereses entre los participantes. Si el régimen legal no es claro o sus disposiciones son insuficientes para los participantes, habría que establecer normas adicionales en los documentos que instrumenten el JV.

Con el objetivo de implementar lo convenido, se recomienda investigar qué documento confiere mayor fuerza a las soluciones adoptadas bajo el derecho de la jurisdicción del JV. Ejemplo: Estatuto, Acuerdo de Accionistas.

Con relación a disposiciones que prevean unanimidad en la toma de decisiones, mayorías agravadas o derechos de voto, se debería investigar la legislación societaria sobre protección de las minorías, que puede ser materia de orden público y, por ende, imponerse, así como los precedentes jurisprudenciales en la materia.

A la luz del marco jurídico, conviene considerar si la representación será proporcional o no proporcional. La última solución suele adoptarse cuando un participante es un socio estratégico y se le concede una participación en la gestión mayor que la que le correspondería en función de su participación en el capital. También habría que evaluar la conveniencia de un estatuto con

clases de acciones para implementar derechos de las minorías si el objetivo es lograr una representación no proporcional en la toma de decisiones. Si la legislación local dificulta la adopción de otros métodos de protección de las minorías, puede recurrirse a los derechos de voto. No cabe destacar que a veces un participante pueda negociar derechos de voto con el fin de bloquear la operación del JV, en caso de que no evolucione de la forma esperada, para mejorar su posición negociadora en miras a una venta de su participación. No debe asumirse que todos los participantes actuarán siempre en interés del JV, aunque hayan asumido dicho compromiso. Es importante tratar de identificar agendas ocultas u objetivos no enunciados y explorar la reputación de los participantes y su integridad.

Los JV con varias minorías frecuentemente prevén mayorías agravadas para la toma de decisiones, pero raramente unanimidad. Esta última exigencia puede ser considerada injustificada y/o demasiado onerosa por el riesgo de que se impida el funcionamiento de la sociedad. En un JV, con dos participantes de similar aunque no de igual importancia, la unanimidad puede ser conveniente en algunos supuestos.

Es importante analizar estos supuestos bajo la legislación local; ya que en algunas jurisdicciones no se permite exigir unanimidad para decisiones corrientes como aprobación de balances o elección de directores.

Debe verificarse si el órgano autorizado a tomar cada tipo de decisiones (ejemplo: aprobación de los estados contables, distribución de dividendos, aumentos de capital, designación de auditores), bajo la ley de la jurisdicción del JV, coincide con las expectativas de las partes.

Si se prevén convenios de sindicación de votos, cabría analizar eventuales restricciones y aún la posible ilegalidad de estos acuerdos bajo la ley de la jurisdicción del JV, así como eventuales limitaciones al establecimiento de mayorías agravadas. En algunas jurisdicciones, los acuerdos de sindicación deben estar limitados en el tiempo y/o alcance, y no estar en contra del interés de la sociedad, bajo la ley aplicable o por construcción jurisprudencial. Frecuentemente, dichos acuerdos pueden ser invalidados total o parcialmente si están en contra de normas de orden público o si contienen disposiciones contrarias a principios generales del derecho. Como mencionáramos anteriormente, a veces conviene celebrar los Acuerdos de Accionistas a nivel de la sociedad holding constituida en una jurisdicción en la que el derecho societario es más flexible. A fin de asegurar el cumplimiento de las restricciones de voto, es necesario analizar la conveniencia de depositar las acciones con un fiduciario con instrucciones expresas. Sin embargo, a veces, es difícil llevar esta solución a la práctica, por la reticencia de muchos fiduciarios a encontrarse entre “fuegos cruzados”, en caso de conflicto entre participantes.

Se debe tener en cuenta si la adquisición de una participación minoritaria puede considerarse una “adquisición de control”, cuando va acompañada de

derechos de voto. En tal caso, conviene analizar si tal circunstancia debe ser notificada a alguna autoridad de control (ejemplo: derecho de la competencia). También es conveniente verificar si los derechos de voto pueden ser objeto-
bles desde la perspectiva del derecho de la competencia. En particular, si se refieren al negocio, los productos, el plan de negocios o el presupuesto.

La distribución del poder de decisión entre los accionistas, directorio, y/o gerentes operativos dependerá del equilibrio de poder entre los participantes, del tamaño y características del JV.

En general, se requieren mayorías agravadas a nivel de la asamblea de accionistas para modificar los documentos básicos del JV, ingreso de nuevos participantes, aumentos de capital por encima de montos acordados, política de dividendos y reinversión de utilidades; modificaciones significativas a la naturaleza y/o alcance del negocio del JV; fusión, venta de activos sustanciales, reorganización y/o liquidación.

Las decisiones a nivel del directorio que suelen requerir mayorías agravadas son las siguientes: decisiones sobre políticas empresarias importantes, plan operativo y presupuesto anual, adquisición de activos por encima de un determinado monto, endeudamiento por encima de un determinado monto, garantías a favor de terceros, prendas y otras restricciones al dominio sobre los activos del JV, contratos de tecnología, operaciones entre el JV y alguno de sus participantes, operaciones fuera del curso ordinario de los negocios, elección de asesores legales y auditores, selección y contratación de ejecutivos y otorgamiento de poderes para comprometer al JV por encima de ciertos montos.

Los participantes tendrán que evaluar la conveniencia o no de permitir que el JV incorpore el nombre social de algún participante en su denominación social. Esto dependerá, en buena medida, de que tales participantes tengan o no control sobre el JV. En más de un caso, un participante se ha visto obligado a comprar a los demás para evitar la quiebra del JV que lleva su nombre u otras circunstancias que hubieran podido afectar negativamente su imagen corporativa.

2.5.2. Restricciones a la transferencia de acciones

Los JV son, en general, *intuitio personae*. Por esto, es de práctica imponer restricciones a la transferencia de acciones. En tal sentido, deben analizarse las restricciones que la legislación local imponga a dichas restricciones. Al igual que con otras disposiciones restrictivas del manejo societario que pueden enfrentar obstáculos a nivel del derecho local, convendrá analizar la conveniencia de preverlas a nivel del holding, en caso de que se justifique una estructura societaria con dos niveles.

La prohibición absoluta de transferir acciones está prohibida en muchas jurisdicciones, pero restricciones por plazos razonables y por motivos de ne-

gocios generalmente se aceptan. Es común impedir la disposición de las acciones del JV por un cierto tiempo, cuando las características y antecedentes de los participantes fueron un factor determinante para el ingreso en el JV. Esta limitación debe ser por un periodo razonable en función del negocio del JV. Hay que tener en cuenta que las restricciones a la transferencia de acciones presentan una serie de problemas. Desde una perspectiva práctica, es difícil prever y contemplar adecuadamente todas las situaciones que pueden presentarse en el futuro. Por otra parte, las disposiciones que regulan estas circunstancias suelen ser fuente de litigios debido a sus dificultades intrínsecas (ejemplo: valuación). Además, salvo el paquete de control, las participaciones en una sociedad cerrada no son fáciles de vender a terceros (es decir, a quienes no sean ya parte del JV) y los participantes pueden no tener interés en incrementar sus participaciones en momentos dados o ser reticentes a pagar su justo precio en un contexto de mercado ilíquido para la referida participación. Por tales motivos, la salida de un participante durante la vida del JV puede ser difícil.

Los derechos de preferencia para la compra de acciones y la mecánica de ejercicio deben ser fijados cuidadosamente. En general, se permiten las transferencias a compañías afiliadas con responsabilidad patrimonial y experiencia similar a la del participante transferente.

Los derechos de preferencia o *first refusal* pueden ser “duros” o “ blandos”, según que sea necesario informar la identidad del potencial adquirente. Generalmente, se prohíbe la transferencia a competidores. Las cláusulas que rigen esta materia deben redactarse con cuidado para evitar que un participante pueda eludir las restricciones siendo titular de las acciones del JV a través de otra sociedad, lo que podría frustrar la efectividad de la restricción. En caso de que se requiera que todo nuevo participante reúna ciertas condiciones, estas deben establecerse claramente. Los acuerdos que requieren consentimiento para el ingreso de nuevos participantes suelen prever que dicho acuerdo no se negará sin fundamentos razonables.

Pueden surgir dificultades adicionales cuando un participante pone en funcionamiento el derecho de compra preferente, notificando que un tercero de buena fe le ha hecho una oferta de compra para su tenencia por un precio distinto de dinero (ejemplo: mediante canje de activos sin un claro precio de mercado; o que los otros participantes no poseen ni pueden adquirir, como por ejemplo, acciones en una sociedad cerrada). Por tal motivo, es conveniente, prever en la cláusula sobre el derecho de preferencia que el precio solo puede fijarse en dinero y que la venta no pueda complementarse con otros contratos, como parte de la operación.

Si bien el derecho de compra preferente suele incluirse en los Acuerdos de Accionistas y/o en los estatutos del JV; en muchas jurisdicciones, no hay mucha experiencia en su ejercicio y ejecutabilidad, y la que hay no es siempre

alentadora. Estas disposiciones probablemente tengan un efecto disuasivo, sobre todo, entre partes de similares características y peso económico.

En general, en muchas jurisdicciones, disposiciones de este tipo deben incluirse en los estatutos del JV. Esto tiene la ventaja de hacerlas oponibles no solo a los participantes sino también a terceros y evita la necesidad de tener que obligar al nuevo participante a firmar el Acuerdo de Accionistas, por lo menos por este tema.

Las opciones de compra y venta (*calls and puts*), en general, son válidas. La principal dificultad radica en la valuación de la participación que se pretende vender, cuando el plazo de ejercicio es largo y las circunstancias del país anfitrión cambiantes. Este tipo de reglas suelen incluirse en el Acuerdo de Accionistas. No siempre se respetan voluntariamente y de la forma en que las partes las concibieron al celebrar el acuerdo. Ello ocurre, a veces, como resultado de redacción defectuosa o por la dificultad de anticipar y prever todas las circunstancias futuras posibles. En otros casos, por renuencia cultural de ciertas partes a cumplir compromisos cuando ello no es ventajoso. En las jurisdicciones en que la justicia es cara y lenta, estas cláusulas difícilmente cumplen con las expectativas de sus beneficiarios.

Las reglas de fijación de precio para la adquisición de la participación de un participante por otro participante que fueren notoriamente distintas del valor de mercado al momento de su aplicación, corren el riesgo de ser invalidadas en muchas jurisdicciones. Para colmo, muchas veces, no es fácil establecer las reglas para determinar el valor de mercado, particularmente cuando la moneda del país anfitrión está sujeta a fluctuaciones con respecto a monedas duras.

Las trasferencias de acciones o cuotas en violación de las restricciones convenidas no deberían ser válidas para el JV. Por tal motivo, conviene verificar cuál es el documento que les confiere mayor fuerza: el Acuerdo de Accionistas o el Estatuto. A veces, estas limitaciones se anotan en el Registro de Accionistas y/o en los títulos accionarios, para que sean oponibles a terceros. En otros casos, la venta es válida pero puede generar la obligación de pagar una multa (solución preferible a la de daños y perjuicios por la dificultad de evaluar estos).

Bajo la ley de muchas jurisdicciones, la incorporación de nuevos participantes no necesariamente implicaría la dilución, sin más, de los participantes existentes. En economías inflacionarias en las que el capital estatutario está representado por acciones con valor nominal, puede existir una gran discrepancia entre dicho capital y el valor patrimonial de la sociedad. De allí la necesidad de utilizar “primas de emisión” para evitar diluir injustificadamente a los socios existentes. A fin de aprobar un aumento de capital para dar acceso a dicho nuevo participante, los participantes existentes deberían renunciar a sus derechos de preferencia en la suscripción de nuevas acciones del JV, si en la jurisdicción

relevante es un derecho conferido por la ley. Si un participante no renuncia a su derecho, dicho participante tendrá derecho a suscribir el aumento de capital en proporción a su tenencia. En la práctica, el ingreso de un nuevo participante deberá decidirse por unanimidad, a no ser que uno o más participantes acepten que se diluyan sus participaciones, para permitir dicho ingreso.

Otra serie de problemas surge cuando un participante es comprado por un tercero; particularmente, si quien lo compra es un competidor de alguno de los otros participantes. Por eso, son tan importantes las cláusulas sobre cambio de control y los derechos restantes a adquirir la participación del socio afectado.

3. FUNCIONAMIENTO DEL JV

3.1. Gestión y recursos humanos

a) *Directorio*

A fin de regular la representación en el directorio y la toma de decisiones, es necesario determinar el número de miembros y su composición (proporcional al capital o no). Hay que tener en cuenta la independencia o no, facultades, responsabilidad de los directores bajo el derecho local, seguros o cláusulas de indemnidad. Debe averiguararse si bajo el derecho local un cierto porcentaje de directores debe ser residentes/nacionales del país anfitrión. Conviene establecer la frecuencia de las reuniones, lugar de celebración, posibilidad de celebrarlas mediante teleconferencia u otros medios de comunicación a distancia, normas sobre elección (ejemplo: disposiciones en el Acuerdo de Accionista que dispongan que algunos o todos los participantes voten a favor de la elección o remoción de los candidatos de otro participante, voto acumulativo, elección por clases), así como los mecanismos para lidiar con las situaciones de bloqueo (*deadlocks*). En todos los casos, hay que confirmar si para conferirle validez, la disposición debe estar en el estatuto o es suficiente con que esté en el Acuerdo de Accionistas.

Conviene verificar el alcance de la responsabilidad de los directores. Particularmente si se desea contar con directores externos con prestigio personal. En algunas jurisdicciones, es posible limitar la responsabilidad de los directores en alguna medida, asignándoles tareas especiales y registrando el documento en el Registro de Comercio u organismo equivalente. También hay que verificar, si las obligaciones fiduciarias de los directores, hacen que sea problemático prever derechos de veto a nivel de decisiones del directorio e investigar si la legislación local contempla la representación obligatoria de los trabajadores en el directorio.

b) Presidente

Hay que tener en cuenta que, en ciertas jurisdicciones, el presidente o quien tenga la representación de la sociedad obliga a esta por todos los actos que no sean notoriamente extraños al objeto social y su poder no puede limitarse frente a terceros. No quita que entre dicha persona y la sociedad pueden imponerse restricciones contractuales que darían lugar a responsabilidad en caso de infracción.

c) Gestión

Debe verificarse si se necesitan visas especiales de trabajo para expatriados y si ciertos empleados o un porcentaje de la nómina deben ser nacionales o residentes del país anfitrión.

d) Varios

Conviene incluir advertencias a terceros sobre restricciones a las facultades de ejecutivos u órganos de la sociedad. Por ejemplo, incluyéndolas expresamente en los estatutos o registrando poderes en el Registro de Comercio u organismo equivalente. Sin embargo, hay que cuidarse de no restringir excesivamente el derecho del management y los órganos de gobiernos para tomar decisiones y llevar a cabo el proyecto. La autonomía del equipo de gestión es fundamental para responder a cambios bruscos en la economía o el clima de negocios del país anfitrión.

e) Otros temas de derecho laboral

Conviene verificar las consecuencias de adquirir todos los activos principales de una empresa (“fondo de comercio”) o incorporar al personal individualmente o en su conjunto al JV, a fin de evaluar el impacto de las contingencias asumidas por el JV (Ejemplo: antigüedad, condiciones de trabajo, beneficios especiales del personal transferido) que actuaban en la empresa adquirida. Este análisis puede llevar a despedir empleados innecesarios antes de la transferencia en masa al JV de parte de la nómina de uno o más participantes. Es importante también verificar si la legislación local impone participación de los trabajadores en las ganancias de la empresa.

f) Relaciones de negocios entre los participantes del JV y otras personas clave

Los participantes deberían considerar acordar no competir con el JV durante su plazo y hasta por un periodo adicional después de su terminación, por lo menos, en lo relativo a la actividad principal del JV. También deberían acordar no hacer ofertas de trabajo a los ejecutivos o personal clave del JV.

Las disposiciones que regulen las relaciones de negocios entre los participantes y el JV deberán analizarse ante la legislación de defensa de la competencia en la jurisdicción del JV y de los participantes, a fin de identificar eventuales prohibiciones, en particular, en materia de fijación de precios, derechos de comercialización y obligaciones de no competencia.

Las obligaciones de no competencia que suelen imponerse a los altos ejecutivos una vez que dejan el JV deben analizarse también ante la legislación laboral aplicable. En algunas jurisdicciones, para que esta obligación sea válida, debe ser de duración limitada y/o preverse un pago sustancial en compensación que, a veces, llega a equiparar a la remuneración que el ejecutivo tenía en el JV. El fundamento es que una persona debe poder trabajar en las áreas en las que tiene experiencia. Restringirlo sin una compensación adecuada afectaría su derecho constitucional.

Los participantes pueden requerir que el JV les dé preferencia para venderle productos o servicios ofrecidos por dichos participantes, en condiciones de mercado. Toda disposición de este tipo, como los demás que crean conflictos de intereses entre el JV y sus participantes, debe analizarse cuidadosamente para evitar que se canalicen ganancias a través de la fijación de los precios de dichos bienes o servicios, en detrimento de los otros participantes.

4. BLOQUEOS Y TERMINACIÓN DEL JV

4.1. Bloqueos

Conviene definir claramente qué constituye un “bloqueo” del normal funcionamiento del JV y el plazo para solucionarlo. En algunos casos, se contemplan penalidades para la repetida falta de asistencia a reuniones previstas para discutir temas importantes que en sí, indica falta de cooperación. Existen diversos mecanismos para lidiar con situaciones de bloqueo a nivel del directorio y/o de la asamblea, pero ninguno es infalible.

No debe ser fácil desarmar el JV, a fin de estimular la cooperación. Por otra parte, si hay buenas razones económicas para continuar unidos (Ejemplo: Socios estratégicos), desarmar el JV no necesariamente es una buena solución; aunque a veces sea un mal necesario.

El doble voto a nivel del directorio es útil en algunos casos. Cuando se concede tal derecho a un director independiente, suele actuar más como disuasivo que como solución en sí; pero, en general, los participantes son reticentes a dejar los problemas serios en manos de un tercero. Llevar la decisión a la asamblea puede ser una alternativa, aunque a veces no adelanta

mucho, ya que frecuentemente la composición del directorio es similar a la de la asamblea, en cuyo caso, si el directorio no llegó a un acuerdo, es difícil que lo logre la asamblea. No quita que la doble instancia siempre da algún margen de maniobra y una segunda instancia de negociación.

Otra solución podría ser recurrir al arbitraje. Sin embargo, las decisiones de negocios no suelen someterse a arbitraje. En cambio, el arbitraje puede ser una buena solución en materia de interpretación de contratos y al momento de confirmar cálculos (ejemplo: valuación, indemnizaciones).

A veces, se prevén mecanismos de salida como cláusulas *shoot out or shot gun*. Son cláusulas que prevén, en caso de desacuerdo, que un participante ofrezca adquirir la participación del otro participante o venderle la propia, a un precio prefijado, que es el mismo en ambos casos. La mecánica suele ser objeto de largas negociaciones, en particular, en cuanto a los casos en que opera y a quien tiene el derecho o la obligación de iniciar el proceso. Es fácil apreciar que es desventajoso ser quien inicia el proceso de una cláusula de este tipo, si bien su estructura impone cierto rigor financiero, ya que un precio de venta artificialmente alto o un precio de compra artificialmente bajo operarían probablemente en contra de quién lo ofreció. Disposiciones de este tipo deberían incluirse en el estatuto del JV. En muchas jurisdicciones, no hay experiencia sobre la ejecutabilidad de estas cláusulas.

En general, las opciones de compra y venta son más fáciles de redactar que de aplicar o ejecutar con éxito, y frecuentemente desembocan en litigios, especialmente cuando los participantes no son empresas de peso equivalente y más aún cuando la solvencia financiera de las partes es muy dispar, o una no tiene acceso fácil a liquidez.

Es importante prever reglas sobre la administración del JV, mientras se resuelve el bloqueo. Alguien debe poder llevar a cabo el negocio en el curso ordinario, para no producir mayores daños, sobre todo, dado el caso que muchas veces los bloqueos duran mucho tiempo.

Disposiciones como *drag along* y *tag along*, en las que, en el primer caso un participante (generalmente mayoritario) que recibe una oferta de compra de su participación de un tercero puede forzar a los otros participantes a vender en las mismas condiciones; o, en el otro, un participante (generalmente minoritario) puede obligar al participante vendedor a incluir su participación en la venta, suelen incluirse en los JV. En muchas jurisdicciones, conviene incluirlas en el estatuto para que sean oponibles a terceros.

4.2. Extinción del plazo o imposibilidad de cumplir el objeto

En algunos casos, el único camino viable es la liquidación. En algunas jurisdicciones, la liquidación puede llevar años y ser costosa. Por el contrario, los acuerdos contractuales son más fáciles de terminar. La liquidación puede hacer surgir contingencias laborales y fiscales, entre otras; ya que en muchas

jurisdicciones hace falta el visto bueno de las autoridades como condición para la conclusión del proceso de liquidación.

4.3. Incumplimiento del contrato de JV

Estos casos terminan indefectiblemente en procesos contenciosos. Es difícil prever los problemas que pueden surgir en materia de administración del JV durante dichos procesos para pensar posibles soluciones a todos los casos.

Se debe ser cuidadoso sobre lo que uno pone por escrito, ya sean cartas, e-mails o actas de reuniones. Después de varios años de operaciones, una parte puede constatar que si bien lo que escribió trató de ser “razonable” y evitar “ofender” a los socios; los escritos de la contraparte nunca aceptaron ninguna responsabilidad, sino que endilgaron toda la culpa al otro. Entonces, cuando la disputa se lleva a tribunales, la prueba documental favorece a quien fue más agresivo. Frecuentemente, este es el participante local, más hábil a la hora de prepararse para un pleito. Por eso, es importante seguir los consejos del asesor local, en cuanto a lo que es práctica de negocios en el país anfitrión. En algunas jurisdicciones, socios que beben juntos con mucha cordialidad pueden mandarse cartas insultantes, sin intención de que eso impacte la relación personal, al solo efecto de crear un *paper trail*. ¡Hay que contestar con la misma dureza y seguir “bebiendo juntos”!

Finalmente, un problema común a todos los casos de terminación de los JV es el destino de los activos y del personal. Es común que los participantes vuelvan a tomar a los ejecutivos que habían sido transferidos al JV.

5. OTROS TEMAS

El régimen de inversiones extranjeras, los controles de cambio que pueden impactar las remesas hacia y desde el país anfitrión, incluyendo la inversión inicial, aumentos de capital y financiamientos, así como el pago de dividendos y regalías, deben ser analizados cuidadosamente.

Por otra parte, los JV frecuentemente contemplan una serie de contratos conexos. Entre otros, contratos de aprovisionamiento o compra o venta a largo plazo, transferencia de tecnología, licencias de marca que deben negociarse cuidadosamente, y presentan otra serie de problemas que exceden el alcance de este trabajo.

6. COMENTARIOS FINALES

Si bien hay historias exitosas con todo tipo de JV, ciertos autores informan que menos del 5% de las empresas recurren a JV y que los más exitosos son los que se reparten 50/50.

Es más frecuente que surja problema cuando el participante local es muy distinto del participante extranjero. Por tal motivo, necesidades adicionales imprevistas de capital que no imponen serios problemas al socio extranjero pueden ser imposibles de cumplir para el socio local. Los honorarios de firmas de auditoría internacionales pueden parecer descomunales para un empresario local que hasta ese momento implicó los servicios de un profesional independiente. Todo esto, antes de considerar las diferencias culturales y la forma distinta de hacer negocios.

La receta del éxito incluye: elegir bien al socio, negociar contratos justos y equilibrados para todos los participantes, acordar la estrategia e ir cambiando los objetivos a medida que el negocio del JV crece, desarrollar una nueva cultura propia al JV, cuidar la relación a lo largo del proceso, mantener abierto al diálogo, ocuparse de los problemas apenas surgen y antes de que se vuelvan insolubles y, sobre todo, ser flexible. No se distingue mucho de un matrimonio: los JV que no se planean bien y se llevan a cabo sin la debida atención están perdidos.

LIMITACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD DEL ACCIONISTA

Juan Pablo Fábrega

Socio de Fábrega, Molino y Mulino
(Panamá)*

Lisa Domínguez

Asociada de Fábrega, Molino y Mulino
(Panamá)

Sumario:

1. Introducción.
2. Comentarios al artículo 39 de la Ley de Sociedades Anónimas de Panamá que regula la limitación de responsabilidad del accionista.
- 2.1. Consideraciones sobre el levantamiento del “velo corporativo”.
3. Conclusiones.

1. INTRODUCCIÓN

Por mandato legal en Panamá al igual que en la mayoría de las jurisdicciones, en los contratos de compraventa de acciones tanto el vendedor como el comprador, no pueden limitar sus obligaciones contractuales o actuar en caso de dolo, fraude o incumplimiento intencional. Sin embargo, se plantea la interrogante de hasta dónde, bajo la ley panameña en dicha sociedad que se adquiere por parte de un tercero comprador o nuevo accionista, queda limitada o no la responsabilidad del accionista vendedor si este incumple el contrato de compraventa de acciones. Esto es, si hay un incumplimiento sobre las declaraciones que hace el accionista vendedor sobre la sociedad que se está vendiendo, ¿la responsabilidad del accionista está limitada por mandato legal? Es el artículo 39 de la Ley de Sociedades Anónimas de Panamá la que regula la figura de la limitación de responsabilidad del accionista.

* www.fmm.com.pa

2. COMENTARIOS AL ARTÍCULO 39 DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS DE PANAMÁ QUE REGULA LA LIMITACIÓN DE RESPONSABILIDAD DEL ACCIONISTA

“Artículo 39. Los accionistas sólo son responsables con respecto a los acreedores de la compañía hasta la cantidad que adeuden a cuenta de sus acciones; pero no podrá establecerse demanda contra ningún accionista por deuda de la compañía hasta que se haya dictado sentencia contra esta cuyo importe total no se hubiere cobrado después de la ejecución contra los bienes sociales”.

Dada su naturaleza, como ente mercantil, la sociedad anónima responde a los intereses de todos sus accionistas. Tiene, por su naturaleza comercial, la finalidad de generar utilidades a sus inversionistas por igual, en proporción a su participación social, en cumplimiento de los objetos sociales que se pretenden perseguir con la sociedad y que son comunes a todos los accionistas. Este esfuerzo corresponde, en primera instancia, a la junta directiva como órgano que tiene a su cargo la conducción de los negocios sociales. En función de ello y para preservar la continuidad de la empresa, desde sus orígenes, el derecho comercial ha desarrollado el concepto de la separación de personalidades jurídicas como la que contempla el artículo 39, en respuesta a la necesidad de estimular la creación de empresas mediante un sistema que, además de reducir el riesgo personal de los socios, garantice la continuidad de la actividad económica con independencia de la renovación que se pueda dar de los socios. Por ello, es un principio universal que, en las sociedades de capital, el riesgo y la responsabilidad de los accionistas se limita al monto de sus aportes en la sociedad. Así lo ha reconocido la Corte Suprema de Justicia de Panamá:

“Apartándose de este aspecto, es conveniente señalar que la sociedad anónima es un ente con personería jurídica propia, distinta a sus accionistas. Las obligaciones del accionista se limitan exclusivamente a sus aportes. Por otro lado, conveniente es señalar que la persona jurídica actúa a través de sus órganos, cuyas acciones u omisiones son consideradas como los de la propia persona jurídica. De aquí que una cosa lo es la persona natural, quien actúa como el representante legal, y otra la persona jurídica. Esto es ampliamente reconocido por el Derecho Mercantil. En materia penal, sin embargo, en cuanto a la responsabilidad punitiva que corresponde a la persona jurídica, la misma es atribuida a sus directores que cometieron el acto. La persona jurídica tendría su responsabilidad dentro del campo de la responsabilidad civil y, en algunos casos, en la parte punitiva administrativa.

Debe entenderse que el instrumento de la personería jurídica con mucha frecuencia ha sido utilizado para sanear ilícitos, llegando la jurisprudencia a adentrarse a ella con el propósito de determinar quiénes se encubren

detrás, a fin de aplicarles la ley como si la persona jurídica no existiera.” (Sentencia. Pleno. 22 de julio de 1994).

De esta sentencia, se deja entrever que, bajo ciertas circunstancias, las personas que forman parte de los órganos sociales pudieran asumir responsabilidad personal en la esfera penal como resultado de sus actuaciones en el ejercicio de sus cargos. Ello por cuanto que, como ha quedado dicho, la sociedad anónima es un ente abstracto, creado por ficción legal, que se proyecta a la vida jurídica a través de las personas naturales que conforman sus órganos de dirección y de decisión; de manera que las actuaciones del ente legal son consecuencia de los actos de aquellas.

No obstante, la constante general es reconocer la separación de identidades entre el ente legal y sus socios:

“Es importante recordar el principio general establecido en el derecho positivo panameño en virtud del cual la sociedad mercantil tiene personalidad jurídica propia, distinta a la de sus socios, y todos sus actos y contratos son realizados por ella a través de sus representantes conforme a los poderes de que están investidos. Este principio le da personalidad jurídica, esto es, crea una persona jurídica que tiene patrimonio propio, con responsabilidad totalmente diferente del patrimonio y de la responsabilidad individual de los miembros de la sociedad. Según la doctrina, la personalidad jurídica puede entenderse como la capacidad para ser sujeto de derechos y obligaciones. (Sentencia. Sala Civil. Corte Suprema de Justicia. 31 de enero de 1995).

En la doctrina, esta dicotomía de personalidades se conoce como “velo corporativo” o “separación de la personalidad jurídica”; es decir, la separación de los derechos y obligaciones de los accionistas en relación a sus patrimonios personales respecto de los de la sociedad y viceversa.

El artículo 39 reconoce que mientras la sociedad responde de sus deudas y obligaciones con todos sus bienes sociales, los accionistas solo lo hacen frente a los acreedores de la sociedad hasta la concurrencia del monto que pudieran adeudar a la sociedad por la suscripción de sus acciones.

Sobre esta distinción y separación de personalidades, la Corte ha expresado:

“Es importante recordar el principio general en el derecho positivo panameño en virtud del cual la sociedad mercantil tiene personalidad jurídica propia, distinta a la de sus socios, y todos sus actos y contratos son realizados por ella a través de sus representantes conforme a los poderes de que están investidos. Este principio le da personalidad jurídica, esto es, crea una persona jurídica que tiene patrimonio propio, con responsabilidad totalmente diferente del patrimonio de la responsabilidad individual de los miembros de la sociedad. Según la doctrina la personalidad jurídica puede

entenderse como la capacidad para ser sujeto de derechos y obligaciones.

En el Código Civil, el artículo 38 se encarga de mencionar las clases de personas existentes al expresar que las personas son naturales o jurídicas. Al definir las últimas entiende como persona jurídica a la entidad moral o persona ficticia, de carácter político, público, religioso, industrial o comercial representado por persona o personas naturales capaces de ejercer derechos y contraer obligaciones.

Las personas jurídicas, también denominadas personas morales, tienen atributos legales similares a las personas físicas como son: nombre, domicilio, nacionalidad, capacidad y patrimonio. Debe hacerse énfasis que dentro de estos atributos es de vital trascendencia los aspectos de capacidad y patrimonio. En cuanto al primero consiste en la facultad que la persona jurídica tiene para ser sujeto de derechos y obligaciones los cuales ejerce por conducto de su representante.

Respecto al patrimonio es interesante recordar que el mismo lo constituyen los bienes y derechos que pertenecen a la persona jurídica, deducido el importe de sus obligaciones. El patrimonio de una sociedad no lo es el capital social, el cual está representado por los aportes de sus socios; lo constituyen, tal como se ha expresado anteriormente, todos los bienes presentes y futuros que pertenecen a la sociedad.

Dentro del concepto de personalidad jurídica en las sociedades mercantiles es necesario no confundir el patrimonio de la persona jurídica con el de los socios." (Sentencia. 31 de enero de 2005).

Esta separación de identidades ha resultado muy cómoda y conveniente, al extremo de relajarse hasta el abuso en el manejo de la sociedad; ha sido utilizada para escudar actuaciones personales de cuestionable legitimidad tras la personería jurídica autónoma de la sociedad anónima, distinta de la de sus socios. Los accionistas no pueden pretender abusar de la personalidad jurídica de la sociedad anónima para disponer directamente del patrimonio de esta o que se le recargue con deudas que no le son propias ni beneficiarse con el uso de bienes y activos de la sociedad.

Por la naturaleza humana, vulnerable a tentaciones y ambiciones, particularmente en el quehacer mercantil, en no pocas ocasiones se ven conductas que entrañan una utilización indebida, fraudulenta o desvirtuada de la forma societaria para ampararse bajo el paraguas de la personalidad de la sociedad. También se ven sociedades anónimas cuyos socios mayoritarios, abusando de su poder de control, las utilizan para realizar operaciones particulares o efectuar transacciones que les favorecen en forma directa, en detrimento de los accionistas que constituyen la minoría.

Están, también, quienes no cometen violaciones de la ley o el pacto social, pero que con el manejo poco formal que le dan a la sociedad caen en abusos en perjuicio de las minorías: no se realizan de manera periódica asambleas de accionistas o de junta directiva, no se da acceso a los registros de la sociedad, no se suministra información previa o posterior a las asambleas de accionistas, los registros se llevan de manera desorganizada. Hechos como estos son considerados en otras jurisdicciones como indicios de que la sociedad no es sino vehículo del socio o socios mayoritarios para alcanzar objetivos de su particular interés, distintos de los sociales.

En el caso de sociedades unipersonales, suele darse una confusión del patrimonio personal con los negocios sociales. Así, hay una suerte de integración patrimonial que hace difícil distinguir entre los bienes del accionista y los de la sociedad. Tampoco existe una clara diferenciación entre los negocios que realizan uno y otro, de suerte que se da una confusión jurídica y económica que desdibuja las fronteras que se derivan de la personificación jurídica de la sociedad.

2.1. Consideraciones sobre el levantamiento del “velo corporativo”

También se dan actuaciones de mala fe frente a los acreedores cuando la sociedad se ha constituido como ente testaferro, con el objeto de evadir el cumplimiento directo de obligaciones, disimular bienes, evitar responsabilidades particulares que van más allá de las que se pueden dar en una sociedad como resultado de su giro normal de negocio o de los riesgos propios de la explotación de una actividad económica. Todo ello ha dado lugar, en muchas jurisdicciones, sobre todo de corte anglosajón, en las que la aplicación de principios de equidad y la razón resultan axiales en la administración de justicia, a que se desestime la personalidad jurídica, haciéndose responsables en forma solidaria e ilimitada a los socios por los perjuicios que se originen en aquellos casos en que la sociedad sea utilizada para fines extrasocietarios o en violación de la ley, la buena fe, el orden público o los derechos de terceros. En Panamá, esta tendencia es de relativa corta data si se toma en consideración la antigüedad de la Ley, aplicada en casos excepcionales. Los primeros precedentes judiciales sobre la materia se ubican a principios de la década de los años noventa.

Es necesario apuntar que, en no pocas ocasiones, este principio de separación de identidades y patrimonios es abusado por los accionistas para tratar de escudar la responsabilidad personal del accionista mediante la interposición de la personería jurídica entre él y la otra parte de la transacción, sin que ello constituya necesariamente una acción dolosa. Al respecto, conviene conocer el pronunciamiento de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Corte Suprema de Justicia:

“Finalmente, las otras disposiciones, que según el demandante han sido vulneradas por la Administración Regional de Ingresos, como lo son literales d) e i) del artículo 1º y artículo 11 de la ley 57 de 1978 (la cual reglamenta la profesión de contador relativas al funcionamiento de la Dirección General de Ingresos); y numerales 3 y 10 del artículo 19 de la Ley 32 de 1927 (Sociedades Anónimas), no serán objeto de análisis y cotejo con el acto impugnado, dado que consideramos que la materia contenida en esas normas no guarda relación con el punto central de esta controversia que ya ha sido deslindada”.

Aparte del cuerpo probatorio que aparece en el expediente y que, como hemos visto, no es soporte suficiente para apoyar legalmente la posición de la autoridad fiscal, esta Sala advierte que dicha autoridad reconoce, equivocadamente, la supuesta existencia de una entidad que se da por llamar “Grupo familiar”, de que la legislación fiscal no hace mérito alguno.

Probablemente, el criterio de la autoridad fiscal, en este sentido, deriva justamente de la inquietud en el sentido de que ciertas instituciones y principios jurídicos sean utilizados para tratar de lograr fines ilegítimos mediante actitudes y conductas que pudieran considerarse como elementos configurantes de un abuso del derecho. Véase que tal inquietud de la autoridad fiscal se manifiesta en la Resolución dictada por el Administrador Regional de Ingresos cuando acusa a este contribuyente de utilizar a Coca Cola de Panamá, Compañía Embotelladora, S. A., como “un escudo excluyente de accionistas comunes a la Cervecería del Barú S. A.” (Resolución Nº 213-2351, a foja 10).

Por las circunstancias extrajudiciales de este caso, la Corte no está en posición de demeritar la percepción de la autoridad fiscal de que aquí se ha cometido un abuso del derecho al aprovechar legítimamente los beneficios otorgados por el Decreto de Gabinete Nº 60 de 1968.

La Sala advierte la inclinación a cometer abusos en la utilización de personas jurídicas y del principio societario que impide el levantamiento del velo corporativo. Ello ocurrió en el campo de las relaciones laborales y luego el Código de Trabajo estableció el concepto de Unidad Económica Empresarial, a fin de evitar el uso de personas jurídicas con el propósito o intención de obviar responsabilidades laborales por parte de los empleadores. Así también se observa que el establecimiento del sistema de tarifa impositiva escalonada para el cómputo del Impuesto sobre la Renta condujo a esquemas de fraccionamiento de empresas, con el fin premeditado de beneficiarse de las escalas más bajas de la tarifa impositiva y ello condujo, entre otras cosas a una reforma legislativa importante para uniformar las tasas del impuesto sobre la renta aplicable a las personas jurídicas. Sin embargo, para evitar tales abusos, fue necesario que el Órgano Legislativo dictara las leyes apropiadas en ese sentido; para lo cual, el Órgano Judicial no tiene obviamente competencia constitucional.

“Si la política fiscal del Estado sugiriera la introducción del concepto de unidad económica en la esfera fiscal, ello tendría que hacerse necesariamente a través del proceso legislativo. De allí que a esta Sala no le está constitucionalmente permitido introducir el concepto de ‘grupo familiar’ como sujeto responsable colectiva y solidariamente del pago de cargas fiscales por cuenta de miembros que supuestamente lo componen”. (Sentencia. 30 de abril de 1998)

Este concepto del levantamiento del velo corporativo o del desconocimiento de la separación de la personería jurídica de la sociedad respecto a sus socios no está prescrito ni mucho menos desarrollado en nuestra legislación en forma amplia como en otras foráneas. El artículo 39 de la Ley viene a comprender solo un aspecto de la materia en cuanto a la limitación de responsabilidad del accionista por razón de las obligaciones de la sociedad e, implícitamente, a *contrario sensu*, de esta respecto de las obligaciones de sus socios. Igual principio recoge el Código de Comercio para las sociedades mercantiles en general en su artículo 251, según el cual “La sociedad mercantil constituida con arreglo a las disposiciones de este Código, tendrá personalidad jurídica propia y distinta de la de los socios para todos sus actos y contratos. La ley no reconocerá la existencia de las sociedades que no estuvieren constituidas de acuerdo con los trámites y formalidades prescritos por ella; sin embargo, la nulidad del contrato de sociedad o la disolución de ésta no perjudicarán las acciones que correspondan a terceros de buena fe contra todos y cada uno de los asociados por razón de los negocios ejecutados por la compañía.”

Nuestras autoridades judiciales han estimado que, por razón del abuso en el uso de vehículos jurídicos para cometer ilícitos en detrimento del bien público, el velo corporativo debe ser “levantado”, o la personalidad del ente jurídico desestimada o “rasgada”, para otorgarle y endilgar responsabilidad a los accionistas que emplean a las personas jurídicas con el fin de escudar sus actuaciones. Así se ha pronunciado la Corte Suprema de Justicia:

“La Ley 32 de 1927 sobre Sociedades Anónimas señala que la misma existe bajo una denominación y se compone exclusivamente de socios cuya obligación se limita al pago de sus acciones, existiendo así el llamado “velo” que separa los derechos y obligaciones de la Sociedad Anónima como entidad jurídica abstracta, de los derechos y obligaciones de los accionistas en relación a sus patrimonios personales. Este principio constituye una de las principales características de las Sociedades Anónimas contemplada en la primera parte del artículo 39 de la Ley 32 de 1927 que señala:

“Los accionistas sólo son responsables con respecto a los acreedores de la compañía hasta la cantidad que adeuden a cuenta de sus acciones....”

En este orden de ideas, es pertinente señalar también lo preceptuado en el artículo 251 del Código de Comercio que dispone:

“La sociedad mercantil constituida con arreglo a las disposiciones de este Código, tendrá personalidad jurídica propia y distinta de la de los socios para todos sus actos y contratos”.

El “velo corporativo” establece una separación entre los patrimonios de la Sociedad Anónima y el de sus accionistas, ocasionando este hecho en algunos casos que se den abusos en las Sociedades Anónimas. Sin embargo el beneficio otorgado y reconocido a través de la Ley, solo puede existir cuando las Sociedades constituidas cumplan sus actividades en forma lícita, para fines lícitos y con la condición de que el actuar de la Sociedad frente a terceros esté subordinado a los principios de buena fe legalmente exigidos.

La jurisprudencia nacional ha permitido rasgar el velo corporativo en casos en los cuales las sociedades han sido utilizadas con la sola intención de defraudar a terceros o burlar la Ley, encontrándonos así, ante un caso de abuso de la personalidad jurídica. El criterio utilizado por esta Corte para rasgar el velo corporativo tiene siempre como denominador común, el hecho de que los socios no respeten a la sociedad legal, así como la inobservancia al principio de la separación de personalidades, para alcanzar así a quienes se escondan detrás de ella.

El levantamiento del velo corporativo es una medida excepcional que únicamente procede con carácter provisional para los efectos de medidas cautelares patrimoniales, relacionadas con la investigación de hechos ilícitos investigados en la República de Panamá.

Observa esta Colegiatura que la firma forense Pitty & Asociados apoderados especiales de Súper Visión Internacional Inc. solicita el reconocimiento y ejecución de las sentencias extranjeras de: 26 de septiembre de 2002, Sentencia Final Parcial de 30 de octubre de 2002, Sentencia Final de 16 de junio de 2002 confirmando la de 26 de septiembre de 2002, Sentencia Final sobre Honorarios y costas de 13 de enero de 2003, Orden aceptando la notificación del desistimiento de 28 de marzo de 2002, Resolución de 19 de febrero de 2003, Resolución de 30 de marzo de 2003, Sentencia de 16 de junio de 2003 y la Resolución de 16 de junio de 2003, dictada contra JACK CARUSO, SAMSON MONG WU y OTROS por el Tribunal de Circuito del Noveno Circuito Judicial del Condado de Orange, Florida, Estados Unidos de América contra JACK CARUS; SAMSON MONG WU, DAVID WINKLER; SUSAN SUMIDA WU; DEBBIE WU; THOMAS WU; RUBY LEE; OTIC-TECH INTERNATIONAL CORPORATION, SHANGAHI QUIOLONG OPTIC-TECH INTERNATIONAL COMPANY, LTD alias SHANGHAIQIALONG OPTIC-TECH INDUSTRIA LTD, MARSAM TRADING CORPORATION, MARSAM TRADING CORPORATION (HK) LTD Y TRAVIS POCHINTESTA. En la sentencias que se pretenden ejecutar en la República de Panamá las empresas: STEPHANIE, S. A. y/o

STEFANY, S. A. y/o STEFANY LTDA., y/o STEFANIE, S. A., STACIE, S. A., COSMIC CORPORATION, LTD, BULOVA DO BRAZIL, BULOVA DE PERÚ, MARSAM DE CHILE, MARSAM DE NICARAGUA no aparecen como demandadas en el proceso que se ventiló ante el Tribunal de Circuito del Noveno Circuito Judicial del Condado de Orange, Florida, Estados Unidos de América.

El procedimiento de *exequátur* consiste en reconocer la validez y eficacia de una sentencia dictada por un Tribunal extranjero en atención a lo establecido en los artículos 1419 y 1420 del Código Judicial.

No es dable a la Corte en el trámite de *exequátur* interpretar y modificar el texto de la sentencia extranjera, pues ello tendría, en todo caso, que ser debatido en un proceso de conocimiento con audiencia de las entidades que se estiman ficticias. El trámite de *exequátur* sólo busca examinar si la sentencia extranjera cumple los requisitos legales para ser ejecutada en la República de Panamá. La Corte no puede, por el motivo explicado, hacer un pronunciamiento de desconocimiento del Velo Corporativo de unas Sociedades (STEPHANIE, S. A. y/o STEFANY, S. A., y/o STEFANIE, S. A., STACIE, S. A., COSMIC CORPORATION, LTD. BULOVA DO BRAZIL, BULOVA DE PERÚ, MARSAM DE CHILE, MARSAM DE NICARAGUA) que no están mencionadas ni siquiera en las sentencias que se pretenden ejecutar en la República de Panamá.

Como se señaló en párrafos anteriores, la jurisprudencia nacional ha permitido rasgar el velo corporativo en casos en los cuales se ha comprobado que la conducta de los integrantes de una Sociedad se ha orientado a abusar de la personalidad jurídica de la Sociedad en fraude a la Ley general para violar normas imperativas mediante la utilización de aquella.

Se comprende la inquietud del apoderado del solicitante en el sentido de que, según él, las mencionadas sociedades sirven de instrumento fraudulento. Sin embargo, este Tribunal no puede rebasar el ámbito de competencia que la ley le ha fijado con claridad y que, en el presente caso, se limita a verificar si la sentencia extranjera reúne los atributos para ser ejecutada en nuestro país.

La Sala Cuarta no puede, en consecuencia, en el trámite de *exequátur* y mucho menos con motivo de una medida cautelar desconocer el velo corporativo de unas sociedades que no aparecen responsabilizadas en las sentencias aportadas.

Considera esta Superioridad que la firma forense Pitty y Asociados no puede esgrimir una acción de secuestro contra el patrimonio de personas jurídicas que nunca fueron demandadas ni condenadas en el Tribunal extranjero, por el solo hecho de que uno o varios de sus socios afirmen que controlan la mayoría de acciones de esas sociedades; pues, ha quedado establecido que el patrimonio de las Sociedades Anónimas es independiente al patrimonio de sus accionistas. (Sentencia 12 de diciembre de 2003).

Respecto de este pronunciamiento, debemos destacar que, en respeto del principio de legalidad, el levantamiento del velo corporativo tendrá lugar en circunstancias excepcionales, cuando la autoridad judicial considere que se está abusando de dicha separación para cometer ilícitos. Así resulta de la Sentencia dictada por el Pleno de la Corte Suprema de Justicia el 29 de enero de 1991:

“Es evidente que la sociedad Inversiones Diberor, S. A., en razón de la estructura de sus directores y dignatarios, aparece controlada por el Ingeniero Francisco Rodríguez Poveda y personas de su inmediato círculo familiar. Para la Corte deben rechazarse y desconocerse, para los efectos del proceso penal, los resultados de una simulación mediante la cual se pretenda, a través de personas jurídicas interpuestas, ocultar bienes que pueden estar relacionados con los hechos delictivos que se investigan. En estos casos el funcionario de instrucción penal se encuentra facultado, en la instrucción del proceso, para penetrar detrás de la fachada de una sociedad anónima y averiguar si esta se encuentra efectivamente controlada por la persona natural a quien se le imputa un delito cometido en Panamá, en cuyo caso, puede ordenar la práctica de medidas cautelares contra bienes que formalmente aparezcan como de propiedad de la sociedad anónima que realmente es controlada por el imputado penal.

La desestimación de la personalidad jurídica solo puede adoptarse en circunstancias excepcionales como las previstas en este caso, es decir, cuando a través de la simulación, consistente en la interposición de una sociedad anónima, se pretenda ocultar bienes que pueden ser producto de un delito. Aún en esta hipótesis, la desestimación de la personalidad jurídica solo procede para los efectos de las medidas cautelares patrimoniales y, eventualmente, de la responsabilidad civil o patrimonial que pueda surgir en conexión con el delito cometido en la República de Panamá.”

En continuidad con la línea adoptada en la Sentencia transcrita, el Pleno de la Corte volvió a abordar el tema del levantamiento del velo corporativo al comentar:

“Ante todo debe quedar claro que cuando existe una operación simulada en cualquiera de las modalidades que asuma la simulación en el negocio jurídico, un funcionario que administra justicia puede desestimar la personalidad jurídica de una sociedad a fin de decretar medidas cautelares tendientes a asegurar que no sea ilusoria la pretensión del Estado en una investigación penal o tendiente a establecer la responsabilidad patrimonial frente al Estado que pueda tener una persona natural contra quien se instruya un proceso penal o de responsabilidad patrimonial.

De esta forma considera la Corte que la Dirección de Responsabilidad Patrimonial, dados los indicios arriba indicados, podía desestimar la personalidad de la sociedad demandante y asumir, para los efectos de la

medida cautelar impugnada, que el propietario de la aeronave es el señor Alberto Lacrespe Purcell Dussaire. Por esa razón no se ha violado el artículo 44 de la Constitución ya que existían fuertes indicios que indican que la sociedad demandante no es más que una persona interpuesta para ocultar el verdadero propietario de la aeronave arriba mencionada, el ex Teniente Coronel Alberto Purcell. Tratándose de una medida cautelar, de carácter provisional, nada impide que a lo largo del proceso la sociedad demandante pueda aportar otras pruebas que acrediten en forma indubitable su propiedad sobre la aeronave, caso en el cual la entidad demandada podría levantar la medida cautelar. Sin embargo, en esta etapa del proceso, a juicio de la Corte existen suficientes elementos de juicio para desestimar la personalidad de la sociedad BOISE GLOBAL TRUST & HOLDING CORPORATION en este proceso y asumir que el verdadero propietario es el señor Alberto Purcell.” (Sentencia. 16 de agosto de 1991).

No obstante, la Corte Suprema de Justicia ha expresado que este desconocimiento de la personalidad jurídica debe aplicarse con prudencia conforme a las particulares circunstancias de cada caso:

“Por otra parte, estima la Corte necesario reiterar que el levantamiento del velo corporativo es una medida provisional y, por regla general, de carácter excepcional.

La sociedad anónima se considerará como una persona jurídica independiente de sus socios (a. 251 Código de Comercio), mientras no sobrevengan razones poderosas que autoricen el desconocimiento de ese principio. Los tribunales y agentes de instrucción deben proceder, caso por caso, con suma prudencia en las situaciones en que se plantea la posibilidad, como último ratio, de desestimación de la personalidad jurídica de una sociedad anónima.” (Sentencia. Pleno. 16 de febrero de 1996).

Posteriormente, la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Corte Suprema de Justicia, en referencia a los precedentes citados, expuso en Sentencia de 20 de diciembre de 1999 conceptos que justifican el desconocimiento de la separación de personerías e identidad entre la sociedad y sus accionistas:

“En el presente caso fue necesario levantar, rasgar o penetrar “el velo corporativo” para dejar sin efecto el uso y abuso de la personalidad jurídica de una sociedad como pantalla protectora para esconder a la o las persona(s) natural(es) que ejecutó (aron) actos en fraude de la ley y en perjuicio del Banco Nacional de Panamá.

El velo corporativo o velo societario es la “apariencia jurídica resultante de la personalidad reconocida a las sociedades civiles y comerciales” (OSSORIO, Manuel. Diccionario de Ciencias Jurídicas, Políticas y Sociales. Edit. Heliasta, 1994, 21^a ed. actualizada, corregida y aumentada

por Guillermo Cabanellas de las Cuevas, pág. 1004). La doctrina de la penetración del velo corporativo ha sido aplicada en situaciones excepcionales para evitar la evasión de la responsabilidad de las personas naturales que se escudan tras él.”

Ya con anterioridad la Corte Suprema de Justicia había enfatizado que el levantamiento del velo corporativo se aplica de manera excepcional ante circunstancias particulares:

“La desestimación de la personalidad jurídica solo puede adoptarse en circunstancias excepcionales como las previstas en este caso, es decir, cuando a través de la simulación, constituye la interposición de una sociedad anónima, se pretenden ocultar bienes que pueden ser producto de un delito. Aun en esta hipótesis, la desestimación de la personalidad jurídica sólo procede para los efectos de las medidas cautelares patrimoniales y, eventualmente de la responsabilidad civil o patrimonial que pueda surgir en conexión con un delito cometido en la República de Panamá” (Sentencia. Pleno. Corte Suprema de Justicia. 29 de enero de 1991).

En Sentencia de fecha 21 de mayo de 1993, la Corte Suprema de Justicia, si bien no trató el tema del levantamiento del velo corporativo ni consideró la responsabilidad de los accionistas por actos de la sociedad ni analizó el artículo 39, sí abordó la relación de dos sociedades y su integridad como parte de un mismo grupo económico por razón de la coincidencia en la composición de sus directorios y de los beneficios que ambos entes legales obtuvieron de una misma transacción y que, en nuestra opinión, de alguna manera están relacionados con los temas considerados en el análisis de este artículo 39:

“De esa manera se acusa a la sentencia impugnada de infringir el artículo 823 del Código Judicial, el cual establece la fuerza o el valor probatorio a los documentos públicos. En este sentido la impugnación hace consistir el concepto de la violación de la citada norma del Código Judicial, en el sentido de que la misma ha sido ignorada por el fallo acusado al no darle el suficiente valor al documento de fojas 2 a 5, pues el Tribunal Ad-Quem “...concluye erróneamente que el señor Aziz Colmenares Abrajím no estaba facultado para realizar actos de dominio sobre los bienes de CLARIC, S.A., así como concluye erróneamente también que tampoco lo estaba el Secretario de la sociedad CLARIC, S.A. a pesar de que consta en documento público lo contrario.”

Los censores también acusan al fallo impugnado de violar el artículo 581 del Código de Comercio, habida cuenta que dicha norma del Código en cita establece que toda limitación del alcance de un poder que no conste en el mismo será ineficaz contra terceros; siendo que en el presente caso el poder concedido al Sr. Aziz Colmenares Abrajím era para que este actuara en nombre y representación de Claric, S.A., sin limitación alguna, y esta norma ha sido ignorada por el Tribunal Superior, pues concluye

erróneamente que el Sr. Aziz Colmenares Abrajim no estaba facultado para hipotecar las fincas de Claric, S.A., cuando del texto del poder otorgado se desprende que esa facultad si estaba consagrada dentro del poder (mandato) antes mencionado ya que se trataba de un mandato “sin limitación alguna” con facultades expresas para realizar actos de disposición, lo cual evidentemente constituye una infracción del artículo antes citado. De ahí que, sostienen los impugnantes, si se quería limitar la actuación del mandante, dicha “limitación se debió incluir en el texto del poder o mandato, y al no haberse hecho eso, porque evidentemente no era la intención del Mandante (Claric, S.A.), cualquier disposición en este sentido en contra de Banco Exterior, S.A. es ineficaz al tenor del artículo 581 del Código de Comercio.”

De los motivos transcritos anteriormente se colige que solo el motivo 2 contiene el cargo de error de derecho que se le endilga a la sentencia impugnada pero no así los motivos 1 y 3; razón por la cual el examen de la causal y sus fundamentos ha de limitarse al indicado motivo segundo. Pues, en el mismo, se acusa a la impugnada sentencia de haber el sentenciador colegiado de la instancia superior apreciando erróneamente la prueba que obra a fojas 2 a 5 allegada al proceso la cual consiste en un Poder General otorgado por la sociedad CLARIC, S. A. al señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM, mediante Escritura Pública Nº. 307 de 11 de enero de 1992 otorgada ante la Notaría Cuarta del Circuito de Panamá.

Ciertamente, el A-que en los párrafos de la impugnada sentencia que corren desde fojas 518, contra la controversia de la presente *litis* en dos aspectos que a su juicio son relevantes, para la solución del negocio subjúdice, a saber dice: “A) Si el Poder General otorgado por el Secretario de la Sociedad CLARIC, S.A., al señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM revestía carácter ilimitado, que pudiera extenderse a la disposición de los bienes sociales de la persona jurídica denominada CLARIC, S.A., para garantizar obligaciones de terceros (Sociedad Compras El Dorado, S.A.) y; B) Si la Junta Directiva de la Sociedad CLARIC, S.A., tenía control absoluto sobre la administración y disposición de los bienes sociales a tal punto de ofrecer garantías a obligaciones de terceros que para este caso a la luz de lo dispuesto en el artículo 70 de la Ley 32 de 1927 (Sociedades Anónimas) deba requerirse el consentimiento de la Junta de Accionistas.”

Dentro del marco de lo indicado, el impugnado fallo se refiere a lo que denomina la “DELIMITACIÓN DE LA CONTROVERSIA”, para analizar en primer lugar el “PODER GENERAL OTORGADO AL SEÑOR AZIZ COLMENARES ABRAJIM”. En este sentido, al ponderar dicho documento expresa el criterio siguiente:

Tal como se observa en el instrumento público la Junta Directiva de la Sociedad CLARIC, S.A., otorga al Presidente de la misma facultad ilimitada

para administrar los bienes sociales y que tal acuerdo fue materializado por el secretario de la Sociedad en virtud de la autorización expresa que consta en la misma Escritura Pública visible a fojas 4 y vuelta.

Cabe preguntarse en qué consiste la autorización expresa que tenía el secretario de la Sociedad al momento de otorgarle el poder general al señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM en los términos y condiciones que lo estime conveniente' (Ver foja 4 vuelta).

Conviene destacar entonces que el poder general se refiere a la administración de los bienes sociales, entendiéndose que estos actos de administración que incluye la de hipotecar, pignorar se refiere para el mejor funcionamiento y satisfacer económicamente los intereses de la sociedad.

A juicio de esta Corporación, la autorización encomendada al secretario de la Junta Directiva que si bien es cierto que aquella es el Órgano Social que tiene el control y dirección plena de los negocios de la sociedad (Artículo 50 Ley 32 de 1927) dicho mandato no comprendía la disposición de los bienes sociales, sobre todo el de garantizar con el patrimonio de la Sociedad obligaciones de terceros.

El Juez A-quo aplicó indebidamente el artículo 1404 del Código Civil, que hace alusión a que el mandato en forma general se refiere a los actos de administración y que para disponer el mandatario se requiere facultad expresa y está claro que el poder general otorgado al señor AZIZ COLMENARES (Q.E.P.D) no se refiere a la disposición de bienes de la Sociedad al punto de ofrecerlo de garantías para obligaciones de terceros (COMPRAS EL DORADO DE PANAMÁ)." (fs. 519-520).

De los párrafos de la sentencia impugnada, parcialmente transcrita, se colige sin la menor duda que, efectivamente, el sentenciador de la segunda instancia, en el caso subjúdice, al ponderar la prueba referente al documento público del PODER GENERAL otorgado por la demandante CLARIC, S.A. al señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM (Q.E.P.D), la cual consta a fojas 4 del expediente, erróneamente evaluó su eficacia demostrativa. Pues, de esa forma resulta evidente, vista la realidad fáctica de la presente *litis*, que el Tribunal Sentenciador desconoció la condición de tercero del BANCO EXTERIOR, S.A. frente a la relación jurídica originada del Mandato entre el mandante y el mandatario.

Es lo cierto entonces que el A-Quem, en ese caso, debió apreciar el caudal probatorio allegado al proceso, apreciando las limitaciones de Mandato "solo en lo que se refieren de modo directo a lo dispositivo" de los actos o contratos que el mandatario celebró con el Banco demandado, tomando en consecuencia asimismo las otras pruebas del expediente y apreciándolas según las reglas de la sana crítica, conforme a lo dispuesto por el artículo 823 del Código Judicial.

El criterio que se deja expuesto, en consecuencia, se justifica con mayor razón probatoria, en la *litis* en estudio, por cuanto según el fallo acusado se advierte que la limitación del referido Mandato a que alude el sentenciador, no consta en el mismo y, por ende, resulta ineficaz contra terceros a tenor de lo que establece el artículo 581 del Código de Comercio.

Por todo ello, al encontrar la Corte justificada la segunda causal invocada en el recurso, debe entonces infirmar la sentencia impugnada y dictar en su lugar la resolución que corresponda.

Veamos:

El análisis de los autos de la presente *litis* ilustra lo siguiente:

La Junta Directiva de la sociedad CLARIC, S.A. en reunión celebrada el 11 de enero de 1982 otorgó PODER GENERAL al Presidente señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM, “para que pueda representar a la compañía sin limitación alguna”; facultando a la vez al Secretario para que otorgara el Poder General “de que toda esta autorización en los términos y condiciones que estime conveniente”, siendo que el referido Mandato le fue otorgado al señor Aziz Colmenares Abrajim en la misma fecha mediante Escritura Pública Nº. 307 de 11 de enero de 1982, de la Notaría Cuarta del Circuito de Panamá e inscrita en la Sección de Micropelícula Mercantil del Registro Público a la ficha 071799, Rollo 8196, Imagen 0279, EL BANCO EXTERIOR, S.A. y la sociedad anónima denominada COMPRAS EL DORADO, S.A., celebraron un contrato de Línea de Crédito y AZIZ COLMENARES ABRAJIM, actuando en nombre y representación de CLARIC, S.A., para garantizar esa obligación gravó con primera Hipoteca y Anticresis a favor del BANCO dos fincas de propiedad de la sociedad CLARIC, S.A, mediante Escritura Pública Nº. 4034 de 7 de julio de 1983 de la Notaría Segunda del Circuito de Panamá.

La sociedad CLARIC, S. A. interpuso proceso declarativo pidiendo en doce declaraciones que se declararan nulos, de nulidad absoluta, entre otros actos el poder general otorgado por el Secretario de la Junta Directiva de la Sociedad CLARIC, S.A. al señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM, mediante la escritura pública anteriormente mencionada, así como todos los actos o contratos celebrados con el BANCO EXTERIOR, S.A., Compras El Dorado, S.A. y Aziz Colmenares Abrajim, para garantizar obligaciones de la sociedad COMPRAS EL DORADO, S.A., inclusive la cancelación en el Registro Público del gravamen hipotecario y anticrético sobre las fincas de propiedad de CLARIC, S.A., así como también se ordenara la nulidad del remate de las Fincas de propiedad de CLARIC, S.A. dadas en garantía hipotecaria y anticrética al BANCO EXTERIOR, S.A., “que pudiera producirse dentro de un Juicio Ordinario propuesto por el Banco Exterior, S.A. contra COMPRAS EL DORADO, S.A., por razón de incumplimiento del contrato de préstamo, celebrado mediante escritura pública Nº. 4034 de 7 de julio de 1983.

La sociedad CLARIC, S.A., en síntesis, fundamentó las declaraciones de nulidad pedidas en la demanda incoada contra el BANCO EXTERIOR, S.A., Compras el Dorado, S.A. y Aziz Colmenares Abrajim, en la extralimitación del Mandato otorgado a éste último por parte del Secretario de la Junta Directiva de la sociedad quien alega en los hechos de la demanda, al excederse en la autorización concedida otorgó facultades sobre disposición de los bienes sociales de la sociedad, para lo cual no estaba autorizado.

El Juez Séptimo del Primer Circuito de Panamá, Ramo Civil, una vez cumplido los trámites del proceso, mediante sentencia de 11 de octubre de 1990, al NO ACCEDER a lo pedido por la parte actora CLARIC, S.A. ABSOLVIÓ a los demandados en este proceso, BANCO EXTERIOR, S.A., HEREDERO DE AZIZ COLMENARES ABRAJIM y COMPRAS EL DORADO DE PANAMÁ, S.A. basándose para ello en que:

- 1) Está demostrado que la sociedad denominada CLARIC, S.A. sí otorgó facultades al Secretario de la Junta Directiva para que éste, a su vez, otorgara poderes ilimitados al Presidente de dicha sociedad;
- 2) Que el Secretario de la Junta Directiva de la sociedad CLARIC, S.A. no se extralimitó en sus funciones al otorgar al Presidente de la misma poderes sin limitación alguna, toda vez que las facultades a él otorgadas no establecían ninguna reserva al respecto. Muy por el contrario, se le autorizó a que los poderes que se le debían conferir al Presidente de la Junta Directiva se otorgaran en los términos y condiciones que estimare conveniente. Luego, entonces, no se podía hablar de extralimitación.
- 3) El Presidente y representante legal de CLARIC, S.A. no contrajo obligaciones en favor de un tercero. Demostrado está que CLARIC, S.A. y COMPRAS EL DORADO DE PANAMÁ, S.A., actuaban como una misma persona jurídica en donde sus dignatarios y directores eran las mismas personas, porque los beneficios de una sociedad eran los beneficios de la otra sociedad.

Por otra parte, el Juez A-quo en el análisis de la situación fáctica de la litis igualmente sostiene que el “expediente nos indica que, mediante escritura pública #4.428, de 29 de abril de 1981, se constituyó CLARIC, S.A.; allí se establecen los objetivos para los cuales se constituiría dicha sociedad y los actos a los que se dedicaría; se nombraba al presidente de la sociedad como su representante legal y se comprometía la sociedad a que todos los actos que aquél ejecutara, judicial o extrajudicialmente serían obligatorios para ella (fs.4/298 y 5/299). Son estos algunos de los puntos del pacto social de CLARIC, S.A.”

Además, continúa expresando el A-Quo, en análisis de los párrafos de fojas 462 y 463, de la referida sentencia de primer grado, lo que a continuación se transcribe:

"se puede observar que en la escritura pública Nº. 307 del 11 de enero de 1982, que contiene el acta de una reunión extraordinaria de la Junta Directiva de la sociedad denominada CLARIC, S.A., en su parte resolutiva, sí se facultaba al Secretario para que otorgara poderes al presidente de CLARIC, S.A., `sin limitación alguna.

En lo que respecta al hecho de que si el Secretario, al conferir poder sin limitación alguna al Presidente de CLARIC, S.A., se extralimitó en sus funciones, es la opinión de este Despacho que dicha facultad otorgada al Secretario no le imponía ninguna restricción, ya que el acto de la Junta Directiva contemplaba que el Secretario podría otorgar el documento de que trataba la antes mencionada autorización en los términos y condiciones que estimare conveniente.

El pacto social de CLARIC, S.A. no limitaba con exactitud las facultades que se le conferían al Secretario de la Junta Directiva y deja a los 'términos y condiciones que éste estimara conveniente' el poder de otorgar tal autorización.

No se ha podido demostrar en este proceso que el señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM, uno de los demandados, actuó de mala fe en el ejercicio de las facultades a él conferidas. Lo que sí se ha podido observar es que el señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM actuó en base al poder a él conferido, que contenía entre otras cosas, la libre disposición de los bienes muebles e inmuebles de la sociedad denominada CLARIC, S.A.; así, las de hipotecar, gravar, vender pignorar etc.

Otros de los demandados, COMPRAS EL DORADO DE PANAMÁ, S.A., en la certificación expedida por el Registro Público, mostró que sus directores eran las mismas personas que aparecían conformando la Junta Directiva de la sociedad denominada CLARIC, S.A. Luego, entonces, el señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM, presidente de ambas sociedades y quien fuera el que contrajo las obligaciones en favor del BANCO EXTERIOR, S.A., podría actuar como un tercero o en favor de un tercero.

De lo antes expuesto queda claro, en consecuencia, que la cuestión controvertida que se plantea en la presente litis al mandato otorgado al presidente de la sociedad CLARIC, S.A. en virtud de autorización acordada por la Junta Directiva al secretario para que: "A) se le confiere Poder General al Presidente señor AZIZ COLMENARES ABRAJIM, para que pueda representar a la compañía sin limitación alguna.-- B) Se faculta al Secretario, licenciado JOSÉ SALVADOR MUÑOZ, para que otorgue el documento de que trata esta autorización en los términos y condiciones que estime conveniente".

Cierto es también, como se sostiene en el fallo del A-quo, que las personas que integraban la Junta Directiva y Dignatarios de la sociedad CLARIC, S.A., en la fecha en que se otorgó el mencionado mandato al presidente señor

AZIZ COLMENARES ABRAJIM, eran las mismas que fungían como Dignatarios y Directores de la sociedad COMPRAS EL DORADO, S.A., o sean AZIZ COLMENARES ABRAJIM, CLARA INÉS MORCILLO DE COLMENARES Y JOSÉ SALVADOR MUÑOZ, según consta en los documentos públicos que obran a fojas 128 y 298 a 300. Es decir, ambas sociedades tenían intereses comunes cuando el BANCO EXTERIOR, S.A. y la sociedad COMPRAS EL DORADO, S.A., celebraron un contrato de Línea de Crédito, y, por su parte, la sociedad CLARIC, S.A. garantizó dicha obligación con finca de su propiedad. Ambas Sociedades por lo demás, se beneficiaron de los actos o contratos celebrados en la ejecución del mandato por el mandatario con la entidad bancaria demandada, al punto de que estos actos jurídicos se encuentran cumplidos en virtud de acciones ejercidas en otros procesos de que dan cuenta las pruebas que también militan en autos.

De suerte que la Corte, actuando como tribunal de instancia, no encuentra cómo en el caso *sub júdice*, en virtud de los elementos que conforman el caudal probatorio, pueda variar la decisión del fallo proferido por el tribunal de primera instancia.

Si bien entendemos que la decisión se haya tomado con intención de sentar un precedente que inhiba a los directivos de empresas de impugnar actos que en un momento beneficiaron a la sociedad argumentando violaciones o extralimitaciones legales, ello no puede ir en detrimento del cumplimiento de las normas legales. En todo caso, le debió haber correspondido a la contraparte verificar la legitimación del representante de la sociedad para ejecutar el acto objeto de impugnación. Consideramos, en todo caso, que debió revocarse la decisión y la parte afectada demandar ante los tribunales penales por la comisión de fraude en perjuicio de la actividad comercial.

El Tribunal Superior de Justicia también ha dejado entrever que la sola coincidencia de elementos entre dos sociedades que forman parte de un mismo grupo económico no son causas suficientes para desconocer sus personalidades jurídicas y considerarlas como un solo ente legal si no ha mediado dolo en su actuación:

“En cuanto al argumento de la ejecutada-recurrente en el sentido de que el señor Luis Alberto Quirón figura como representante legal tanto de la demandante como de la demandada, no olvidemos que las partes en este proceso son dos personas jurídicas distintas y no pueden confundirse una con la otra, ya que en la práctica es usual que sociedades que mantienen los mismos directores y accionistas celebren contratos entre ellas. Valga aclarar que si bien en pocas ocasiones los tribunales han traspasado el velo corporativo, para ello se requiere que se demuestre fehacientemente que ambas personas jurídicas actuaron con evidente mala fe y actuaron en combinación en perjuicio de un tercero que no es el caso.” (Sentencia. Primer Tribunal Superior de Justicia. 17 de enero de 2003).

En materia impositiva, la Corte Suprema de Justicia ha reconocido y respetado la separación de los entes legales para la estructuración de esquemas fiscales en provecho de un mismo grupo económico:

“La Sala advierte la inclinación a cometer abusos en la utilización de personas jurídicas y del principio societario que impide el levantamiento del velo corporativo. Ello ocurrió en el campo de las relaciones laborales, y luego el Código de Trabajo estableció el concepto de Unidad Económica Empresarial a fin de evitar el uso de personas jurídicas con el propósito o intención de obviar responsabilidades laborales por parte de los empleadores. Así también se observa que el establecimiento del sistema de tarifa impositiva escalonada para el cómputo del Impuesto sobre la Renta condujo a esquemas de fraccionamiento de empresas con el fin predeterminado de beneficiarse de las escalas más bajas de la tarifa impositiva, y ello condujo entre otras cosas, a una reforma legislativa importante para uniformar las tasas del impuesto sobre la renta aplicable a las personas jurídicas. Sin embargo, para evitar tales abusos fue necesario que el Órgano Legislativo dictar las leyes apropiadas en ese sentido; para lo cual el Órgano Judicial no tiene obviamente competencia constitucional.

Si la política fiscal del Estado sugiriera la introducción del concepto de unidad económica en la esfera fiscal, ello tendría que hacerse necesariamente a través del proceso legislativo. De allí que a esta Sala no le está constitucionalmente permitido introducir el concepto de “Grupo Familiar” como sujeto responsable colectiva y solidariamente del pago de cargas fiscales por cuenta de miembros que supuestamente lo componen.”(Sentencia. Sala Tercera. 30 de abril de 1998).

Los criterios de la inoponibilidad de la personalidad jurídica de la sociedad, por la cual se desconoce la separación entre el ente legal y los socios ha dado lugar en jurisdicciones extranjeras a extralimitaciones y abusos por parte de algunos tribunales de justicia al momento de interpretar las normas sobre la materia, por lo que se han promulgado disposiciones para reglamentar el alcance interpretativo y marco de acciones de la administración de justicia a efectos de reducir su excesivo y desmedido poder de decisión cuando aplican la ley en perjuicio de la seguridad jurídica, necesaria para el adecuado desarrollo de la actividad comercial.

3. CONCLUSIONES

En consecuencia, aun cuando las partes en una compraventa de acciones acuerden limitar las responsabilidades del accionista vendedor y del accionista comprador, por mandato legal esta responsabilidad igualmente no queda limitada. Queda claro, conforme al criterio de la Corte Suprema de Justicia de Panamá, que el alcance del artículo 39 de la Ley de Sociedades Anónimas es relativo cuando se utiliza la sociedad anónima para realizar ac-

tos simulados que constituyen delito interponiendo para ello al ente legal. Bajo estas circunstancias, los accionistas responderán con todo su patrimonio y de manera personal por razón de las operaciones fraudulentas que se hayan realizado a través de la sociedad.

Del artículo 39 de la Ley de Sociedades Anónimas también se desprende que un acreedor de la sociedad no puede pretender cobrar a los accionistas la suma que le adeudara la sociedad ni la que estos tuvieran pendiente de pago a la sociedad por la suscripción de acciones. Como bien indica la norma, para que esta situación se pueda dar, es necesario que el acreedor haya ejecutado todos los bienes de la compañía, tras agotar las instancias procesales correspondientes para el cobro de su crédito y se haya dictado sentencia contra la sociedad, para entonces poder recurrir contra los accionistas, pero únicamente por el monto adeudado a la sociedad por la falta de pago de aquellos. Ello, en virtud de que el accionista resulta ser un deudor más de la sociedad, de manera que el acreedor de esta únicamente podrá pretender accesar dicha cuenta por cobrar al accionista luego de que haya recurrido por la vía judicial contra la sociedad y esta no tenga más bienes con qué hacerle frente a sus obligaciones. Esto, en nuestra opinión, se daría por razón de la insolvencia de la sociedad, que la pondría en estado de quiebra.

De darse esta situación de iliquidez, el juez estará obligado dentro del proceso de quiebra a determinar si la misma fue producto de actos o manejos fraudulentos por parte de los accionistas, en cuyo caso estos sí responderían de manera excepcional con todo su patrimonio por los provechos obtenidos en perjuicio de los acreedores.