



Renzo Agurto Isla^(*)

La crisis ¿una buena oportunidad de inversión?

La adquisición de activos o empresas en situaciones pre-concursales o sometidas a un procedimiento concursal^(**)^(***)

Economic crisis, Is it a good investment opportunity?

The acquisition of assets or companies in pre-bankruptcy situations or subject to bankruptcy procedure

CUANDO EL DEUDOR SE ENCUENTRA EN UNA SITUACIÓN DE ESTRÉS FINANCIERO, TIENDE A ADOPTAR UNA SERIE DE DECISIONES PARA BUSCAR SALIR DE LA SITUACIÓN DE ILIQUIDEZ EN LA QUE SE HA VISTO INMERSO. EN TODO MOMENTO, SUS DECISIONES ESTÁN ENFOCADAS EN EVITAR QUE SEA VEA COMPROMETIDO EN UNA SITUACIÓN DE INSOLVENCIA QUE PODRÍA LLEVARLO A UNA LIQUIDACIÓN POSTERIOR.

Resumen: En el presente artículo, el autor nos habla acerca de la adquisición de activos en empresas que atraviesan dificultades financieras y las herramientas legales que facilitan el procedimiento. Asimismo, detalla los mecanismos de protección para mitigar los riesgos cuando las empresas atraviesan una crisis económica. Finalmente, resalta que la crisis puede generar gran rentabilidad al comprador quien manejando los riesgos puede abrir grandes posibilidades de inversión.

Palabras clave: Adquisición - Estrés Financiero - Ineficacia Concursal - Procedimiento Concursal - Mecanismos de Protección - Crisis Financiero

Abstract: In this article, the author tells us about the acquisition of assets in companies that are experiencing financial difficulties and the legal tools that facilitate the procedure. Likewise, he details protection mechanisms to

(*) Abogado por la Universidad de Lima. Maestría en Negocios, Derechos Corporativo y Marítimo por la Universidad Erasmus de Rotterdam, Holanda. Consejero del Área Concursal de Miranda & Amado Abogados. Correo electrónico: ragurto@mafirma.com.pe

(**) El autor agradece a Patricia Casaverde y Renzo Rossi, quienes forman parte del Área Concursal de Miranda & Amado Abogados, por su colaboración y valioso aporte.

(***) Nota del Editor: este artículo fue recibido el 1 de junio del 2017 y su publicación fue aprobada el 26 de junio del mismo año.

La crisis ¿una buena oportunidad de inversión? La adquisición de activos o empresas en situaciones pre-concursales o sometidas a un procedimiento concursal
Economic crisis, Is it a good investment opportunity? The acquisition of assets or companies in pre-bankruptcy situations or subject to bankruptcy procedure

mitigate risks when companies are going through an economic crisis. Finally, he emphasizes that the crisis can generate great profitability to the buyer who managing the risks can open up great possibilities of investment.

Keywords: Acquisition - Financial Stress - Bankruptcy Inefficiency - Bankruptcy Procedure - Protection Mechanisms - Financial Crisis

1. Una mirada a este tipo de operaciones en el contexto nacional

Los primeros meses del año han mostrado una situación desfavorable en términos económicos para nuestro país. La expectativa que se tenía cuando el actual presidente del Perú asumió el mandato se ha visto mermada por una serie de factores que han golpeado con particular fuerza a determinados sectores. Los escándalos de corrupción vinculados al caso *Lava Jato* y el impacto de *El Niño costero* han puesto a más de una empresa en una situación financiera complicada. Según cifras del Instituto Nacional de Estadística e Informática, a marzo de 2017 la producción nacional solo había crecido 0.71%, porcentaje similar al de febrero de este año, pero particularmente alarmante si se toma en cuenta el promedio de los últimos años.

Si bien desde el Gobierno Central hay una serie de medidas en camino de ser implementadas a fin de superar esta situación, la realidad es que este escenario ha generado una reducción en la confianza y sobre todo en el ánimo de los inversionistas, quienes “se ponen (excesivamente) depresivos en los ciclos bajos en lugar de ser contra-cíclicos y desafiar la tendencia general” (2017, 16). Sin embargo, la experiencia demuestra que de toda crisis emerge también una oportunidad. De hecho, este escenario de desaceleración tiene también ventajas y fortalezas que algunos actores han identificado como oportunidades de negocio e inversión. Diversos estudios sustentan que los inversionistas que adquieren activos o empresas en situaciones pre-concursales o sometidas a un procedimiento concursal obtienen una ganancia que es al menos 1.6 veces superior a si lo hubiesen hecho bajo situaciones *regulares*⁽¹⁾.

Aunque no es una relación directa, existe consenso en que la situación económica de un país influye en el número

de empresas que atraviesan dificultades financieras y en el número de procedimientos concursales que se presentan. Evidentemente, existen otros factores a tomar en cuenta, entre los que destacan, la modernidad de la legislación concursal, pero en un contexto adverso como el descrito, estas situaciones podrían presentarse cada vez más con mayor habitualidad.

Este tipo de operaciones involucran una lógica transaccional que difiere, al menos en parte, a aquella ampliamente desarrollada bajo situaciones *normales*. Sin duda, existen beneficios que algunos agentes de mercado logran identificar y saben aprovechar en su favor. Sin embargo, una operación como esta puede significar una serie de retos y riesgos que, si no son mitigados adecuadamente, pueden generar diversos problemas en el transcurso de la operación o, peor aún, cuando ésta ya fue cerrada (“efectos *post closing*”).

El objetivo del presente artículo es brindar una aproximación a la adquisición de activos o empresas en el Perú que se encuentran en situaciones pre-concursales o ya concursadas. En esa línea, pondremos especial énfasis en la Ley 27809, Ley General del Sistema Concursal (En adelante, la “Ley Concursal”), por ser esta una norma con disposiciones de carácter imperativo que impactan directamente en el desarrollo de este tipo de operaciones.

2. Adquisición de activos o empresas en situaciones de estrés financiero

El *estrés financiero*, no es otra cosa que una condición temporal por la que atraviesan diversos agentes del mercado con dificultad para el cumplimiento total u oportuno de sus obligaciones. Aunque temporal, esta condición no se gesta de un día para otro.

(1) Al respecto, véase Jean-Marie Meir y Henri Servaes. Distressed Acquisitions, en *London Business School*, (Londres, 2014).



Renzo Agurto Isla

Como concuerdan diversos autores, en casi el total de las veces, las situaciones de crisis empresarial no surgen inesperadamente, existen factores y circunstancias que se van presentando durante un determinado periodo de tiempo que progresivamente contribuyen a generar una situación como esta (Lizárraga 2014: 3-5; Beaumont 2002:129-130). En estas situaciones, cuando el deudor se encuentra en una situación de *estrés financiero*, tiende a adoptar una serie de decisiones para buscar salir de la situación de iliquidez en la que se ha visto inmerso. En todo momento, sus decisiones están enfocadas en evitar que sea vea comprometido en una situación de insolvencia que podría llevarlo a una liquidación posterior.

Muchas veces, la venta de sus activos o de la empresa misma surge como una tentadora solución. Pero estas decisiones, que pueden ser atractivas en un primer momento, conllevan una serie de riesgos que deben ser cuidadosamente medidos y por supuesto, mitigados. A este tipo de operaciones nos abocaremos a lo largo de esta sección II, a la adquisición de activos o empresas en situaciones de *estrés financiero* (en adelante, "la Operación").

Como en toda operación de adquisición de activos o empresas, ambas partes empiezan negociando sobre determinados aspectos generales de la Operación. En este punto, es probable que ninguna de las dos partes visualice como un futuro probable que el vendedor pueda quedar sometido a un procedimiento concursal. Como indicamos con anterioridad, es probable que esta Operación sea justamente una decisión adoptada por el vendedor para superar sus problemas de liquidez inmediata y evitar verse inmerso en una situación de insolvencia o de cesación de pagos.

Como en toda negociación inicial, las partes deben fijar un precio o un rango de precios, los términos de pago, la existencia o no de garantías, las posibilidades de efectuar retenciones en caso se encuentre un pasivo que no hubiese sido revelado, entre otros aspectos⁽²⁾.

Si las partes están de acuerdo en estos aspectos generales, pero básicos de la Operación, generalmente suscriben un acuerdo de confidencialidad que les permita intercambiar

información sobre la compañía o sobre los activos a adquirir. Probablemente hasta antes de esta etapa, el vendedor no habrá revelado al comprador la situación financiera por la que atraviesa. Surge por tanto una pregunta de trascendental importancia ¿le conviene al vendedor revelar al potencial comprador la situación financiera por la que atraviesa su empresa?

Es una respuesta complicada, sobre todo si consideramos que esta información mal utilizada, podría generarle grandes perjuicios al vendedor. En nuestra experiencia, una Operación que priorice la transparencia siempre será beneficiosa para ambas partes. Aun si el vendedor opta por no revelar que atraviesa por dificultades financieras, es probable que el comprador lo identifique durante el proceso de *due diligence* que decida realizar. El tratamiento de una información sensible como esta debe ser protegido por el vendedor con un acuerdo de confidencialidad suficientemente detallado que, sin dudas, contemple al menos una cláusula penal onerosa en caso de un mal uso de la misma.

Usualmente en este tipo de Operaciones, las partes tienden a hacer un *due diligence* que les permita identificar contingencias o pasivos ocultos que puedan afectar la Operación o impactar negativamente en el comprador. Es sumamente importante que durante el *due diligence* el comprador también haga una revisión del vendedor. El deudor, muchas veces preocupado por las contingencias que podría significarle aquello que pretende adquirir, pierde de vista que es igual de importante revisar a la persona que le pretende vender. Y es que, si este último es el que presenta problemas financieros eventualmente podría solicitarse la *ineficacia concursal* de la Operación.

(2) Para mayor detalle, véase Albert Forsyth. "Adquisición de empresas y activos de negocios: un enfoque práctico," *Themis* 59 (2011).

La crisis ¿una buena oportunidad de inversión? La adquisición de activos o empresas en situaciones pre-concursales o sometidas a un procedimiento concursal
Economic crisis, Is it a good investment opportunity? The acquisition of assets or companies in pre-bankruptcy situations or subject to bankruptcy procedure

2.1. Asoma la Ineficacia Concursal

En el Perú, la Ley Concursal ha establecido que tiene como finalidad esencial la recuperación del crédito⁽³⁾. En esa línea, a lo largo de la referida norma se han incluido una serie de disposiciones que permiten que esta recuperación efectivamente se materialice. Entre las diversas disposiciones, podemos identificar un mecanismo propio del sistema concursal como es la *ineficacia concursal*. Antes de entrar con mayor detalle en el análisis de este mecanismo, es importante hacer un pequeño repaso de las principales características que reviste nuestro sistema concursal.

La Ley Concursal contempla dos tipos de procedimientos concursales: el preventivo y el ordinario. El procedimiento preventivo no es otra cosa que un mecanismo de anticipación a la crisis que se le avecina al deudor. Ha sido diseñado para aquellos agentes que aún no se encuentran en una situación de insolvencia, moratoria general o cesación generalizada de pagos, pero que ven conveniente adelantarse a esa situación, antes de verse desbordados por sus obligaciones. Es por ello que este procedimiento sólo puede ser solicitado por el propio deudor. En este tipo de procedimiento concursal, los acreedores sólo pueden aprobar un acuerdo global de refinanciación, en virtud del cual se re-programan las obligaciones que mantiene el deudor.

Por el otro lado, el procedimiento concursal ordinario representa el escenario opuesto. Aquí la crisis ya se ha concretado y, por tanto, el deudor se encuentra incumpliendo las obligaciones que mantiene con sus acreedores. En dicho procedimiento, los acreedores pueden decidir la reestructuración o la liquidación. Este puede ser iniciado tanto por el deudor como por los acreedores, por lo que será:

- a) A solicitud del propio deudor: siempre que se verifique que: (i) más de un tercio del total de sus obligaciones se encuentran vencidas e impagas por un periodo mayor a treinta días calendario; o, (ii) tiene pérdidas acumuladas, deducidas las reservas, cuyo importe es mayor a un tercio del capital social pagado.

- b) A solicitud de cualquiera de sus acreedores: siempre que se verifique que: (i) el monto total de los créditos exigibles y vencidos del deudor superan el equivalente a cincuenta Unidades Impositivas Tributarias (UIT)⁽⁴⁾; y, (ii) el monto total de los créditos exigibles no ha sido pagado dentro de los treinta días calendario siguientes a su vencimiento.

La publicación del concurso del deudor es la que formalmente da inicio al procedimiento concursal (la *Fecha de Corte*). A partir de esta fecha se producirán los siguientes efectos:

- a) Se suspende la exigibilidad de todas las obligaciones que el deudor tuviese pendientes de pago a esa fecha.
- b) Ninguna autoridad que conozca del procedimiento concursal en curso podrá ordenar la ejecución de embargos o alguna medida cautelar que afecten los bienes, el dinero o los derechos del deudor. Todos los procesos que se sigan contra el deudor y que tengan como objeto la ejecución de alguna medida que afecte estos bienes, quedarán suspendidos.

Como contrapartida, el deudor también sufre una serie de limitaciones en su accionar. A partir de la Fecha de Corte, no podrá desarrollar todas sus actividades bajo la amplia habitualidad a la que podía encontrarse acostumbrado. Se verá limitado por una serie de disposiciones fijadas por la Ley Concursal. Se produce un *desapoderamiento relativo* del deudor, porque se le impone un deber fiduciario y se le establecen una serie de limitaciones que impiden se pueda beneficiar a un acreedor particular y/o afectar los bienes que integran su patrimonio (Schmerler 2011: 40).

(3) Ley Concursal. Artículo I. Objetivo de la Ley

El objetivo de la presente Ley es la recuperación del crédito mediante la regulación de procedimientos concursales que promuevan la asignación eficiente de recursos a fin de conseguir el máximo valor posible del patrimonio del deudor.

(4) En el 2017, el valor de una UIT asciende al monto de S/ 4,050.



Renzo Agurto Isla

Pero lo central para una Operación es que la Ley Concursal también puede tener incidencia en los actos realizados con anterioridad, inclusive, a la fecha en que solicitó o se le notificó al vendedor con el inicio del procedimiento concursal. Aquí nos detenemos, pues hemos llegado al punto central de esta sección. Veamos, el artículo 19 inciso 1 de la Ley Concursal dispone lo siguiente:

“Artículo 19: Ineficacia de actos del deudor

19.1 El juez declarará ineficaces y, en consecuencia, inoponibles frente a los acreedores del concurso, los gravámenes, transferencias, contratos y demás actos jurídicos, sean a título gratuito u oneroso, que no se refieran al desarrollo normal de la actividad del deudor, que perjudiquen su patrimonio y que hayan sido realizados o celebrados por éste dentro del año anterior a la fecha en que presentó su solicitud para acogerse a alguno de los procedimientos concursales, fue notificado de la resolución de emplazamiento o fue notificado del inicio de la disolución y liquidación”.

Es decir, bajo determinadas condiciones, y si el vendedor queda sometido a un procedimiento concursal, algunos actores del concurso podrán solicitar la *ineficacia concursal* de la Operación. En estricto, podrá solicitarse la *ineficacia concursal* de la Operación en caso: (i) esta hubiese sido celebrada dentro del año anterior a la solicitud o notificación del inicio del concurso; (ii) se considere que esta no corresponde al desarrollo normal de la actividad del deudor; y, (iii) se considere que esta perjudica el patrimonio del deudor.

La *ineficacia concursal* no es otra cosa que un mecanismo de protección del patrimonio del deudor concursado previsto en la Ley Concursal para proteger el patrimonio del deudor frente a los actos que pudiera realizar su misma administración, así como para proteger las expectativas de cobro de los acreedores del deudor (Benavides: 314). Lo que a todas luces es un requisito indispensable para asegurar que el patrimonio del deudor no se vea menoscabado, en nuestra legislación, como adelantamos líneas arriba, no ha tenido un tratamiento muy feliz.

Fuera de que algunos autores han pretendido asemejar esta figura con la *acción pauliana* propia de la legislación civil, lo

cierto es que la *ineficacia concursal* es un mecanismo con características propias, que sin dudas mantiene aspectos comunes, pero también presenta marcadas diferencias⁽⁵⁾.

En lo que respecta a nuestra Operación, la *ineficacia concursal* asoma, quizá, como el riesgo más importante. Toda vez que el vendedor se encuentra en una situación de *estrés financiero*, la posibilidad de que sea sometido a un procedimiento concursal y, por tanto, se solicite la *ineficacia concursal* de la Operación debe ser debidamente analizada y adecuadamente mitigada. Sin duda, esto parte por analizar cada uno de los requisitos que se deben presentar para que se haga posible sustentar una solicitud de *ineficacia concursal*.

Como indica el requisito (i), para que se presente una solicitud de *ineficacia concursal*, la Operación debe haber sido celebrada dentro del año anterior a la solicitud o a la notificación del inicio del concurso. Sólo será importante tener en cuenta que la fecha a considerar a efectos de determinar si la Operación se encuentra dentro del plazo mencionado, será la fecha en que esta hubiese adoptado plena validez y eficacia. Es habitual que, en este tipo de operaciones, se considere una fecha de firma y una fecha de cierre, recién en la cual la Operación tendrá plenos efectos.

De estar dentro del plazo mencionado, como indica el requisito (ii), se debe analizar si la Operación corresponde o no al desarrollo normal de la actividad del deudor. Este requisito presenta mayores complicaciones, en la medida que no se refiere a un término que tenga una definición legal en el ordenamiento peruano. Tampoco existe un desarrollo jurisprudencial muy amplio y es por lo menos confuso.

A nuestro modo de ver, este requisito, debe ser interpretado de la manera más amplia

(5) Para mayor detalle, véase Lizárraga (2014), 12-13.

La crisis ¿una buena oportunidad de inversión? La adquisición de activos o empresas en situaciones pre-concursales o sometidas a un procedimiento concursal
Economic crisis, Is it a good investment opportunity? The acquisition of assets or companies in pre-bankruptcy situations or subject to bankruptcy procedure

posible. El *desarrollo normal de la actividad del deudor* no puede restringirse a lo que hubiese sido incluido como parte de su objeto social. Sino que, este debe entenderse como todas las actividades habituales y típicas que realice el deudor, y no solamente aquellas que estén expresamente contenidas en su objeto social, o en todo caso, todas aquellas actividades que usualmente otras empresas del mismo sector tiendan a realizar (*estándar de la industria*)⁽⁶⁾.

Si la Operación está contenida dentro de las actividades que el vendedor puede realizar como parte de su objeto social en buena hora, en tanto es claro que el objeto social de cualquier empresa es parte de las actividades típicas y habituales que esta realiza. Pero si la Operación no está incluida en su objeto social, esto no significa que la Operación no se refiera al *desarrollo normal de la actividad del deudor*, sino que deberá analizarse si aquella es una actividad típica y habitual del vendedor, o en su defecto, si es una actividad típica en el resto de empresas de la misma industria.

Como indicamos líneas arriba, el desarrollo jurisprudencial en lo que se refiere a este requisito no es muy amplio y es por lo menos confuso. Así, por ejemplo, en el caso Imox la Corte Suprema mediante Casación No. 5343-2008 de fecha 02 de julio de 2009 señaló lo siguiente:

“(…) En la Partida Registral número 01147862, el objeto de la empresa Imox Sociedad Anónima, es dedicarse a la comercialización, representación, importación y exportación de productos de toda clase y, especialmente insumos, artículos y equipos hospitalarios, médicos y quirúrgicos, así como prestar servicios de mantenimiento y reparación de los productos mencionados (...) [por tanto] el Colegiado Superior en el sexto considerando de la recurrida, ha expuesto con claridad las razones porque la dación en pago sub materia no se encuentra dentro desarrollo normal de la actividad de la empresa, para cuyo efecto examinó su objeto social”⁽⁷⁾.

A pesar de que la Corte Suprema hace suyos los argumentos expuestos por la Corte Superior al interpretar el alcance del término *desarrollo normal de la actividad*, a nuestro juicio de manera restringida e inadecuada, no motiva las razones para llegar a esa conclusión. Se limita a decir que la Corte Superior *ha expuesto con claridad las razones* para llegar a esta interpretación.

A nuestro juicio, si el legislador hubiese querido restringir el término *desarrollo normal de la actividad* al objeto social de una empresa ¿no era más claro simplemente hacer uso de este término? Habida cuenta de que la Ley General de Sociedades, anterior por cierto a la Ley Concursal, tiene una definición del mismo, el legislador habría podido hacer uso de aquel término y evitar las discusiones y divergencia de opiniones que no hacen otra cosa más que generar *inseguridad jurídica*. Pero ahí donde la ley no distingue, no podemos nosotros tampoco distinguir.

Pretender restringir el término *desarrollo normal de la actividad* al objeto social de una entidad tampoco es funcional, requisito indispensable para hacer fluida la actividad empresarial, que en su mayoría de veces, por no decir siempre, excede habitual y típicamente su objeto social. Siendo esto así, habrá que hacerse un análisis caso por caso. Es claro, sin embargo, que mientras no se establezca un criterio claro sobre lo que significa *desarrollo normal de la actividad*, existirá el riesgo de que la Operación, si se acreditan el resto de requisitos, pueda ser declarada ineficaz.

- (6) En el mismo sentido se han pronunciado diversos autores, entre los que podemos citar a Lizárraga (2014), Schmerler (2011), Puelles (2008).
- (7) Es importante precisar que, en nuestro país, el alcance de los precedentes judiciales es limitado. Como es sabido, solo algunos son considerados vinculantes. En el caso de la Corte Suprema, estos únicamente son considerados vinculantes cuando la decisión así expresamente lo señale, en cuyo caso, debe ser emitido previo acuerdo en mayoría adoptado por el pleno. Esta Casación no es un precedente vinculante.



Renzo Agurto Isla

Queda finalmente el requisito (iii), que se refiere a la necesidad de que la operación *perjudique el patrimonio del deudor*. Es importante mencionar que el perjuicio no se presume, sino que, como toda alegación, debe ser probado. A nuestro criterio, el perjuicio se produce cuando se presenta un desmedro, deterioro, menoscabo, pérdida o afectación en el patrimonio del vendedor.

En un análisis como este, cobrará especial importancia el criterio de *valor equivalente* a efectos de determinar si se causó un perjuicio al patrimonio del deudor. En ese sentido, si la Operación se realiza a valor de mercado, no debería haber inconveniente en la medida que el vendedor estaría recibiendo una contraprestación equivalente al valor de los activos o la empresa que sea materia de la operación.

Aunque como mencionamos inicialmente, estas operaciones usualmente se hacen a un precio inferior al de mercado. Es justamente esta característica la que hace especialmente atractiva este tipo de operaciones. A estos efectos es importante que el *valor equivalente* no solo se entienda en términos de equivalencia monetaria, sino que se analice la operación en su conjunto. Debe analizarse, por ejemplo, que, si no se realiza la operación, la empresa se verá impedida de obtener la liquidez necesaria para continuar con sus operaciones, lo que significaría un perjuicio mayor para su patrimonio, en desmedro en última *ratio* de sus acreedores. Es errado analizar la operación aisladamente a efectos de determinar si perjudica o no al patrimonio del deudor. Un análisis global resulta imperativo para poder identificar con claridad los beneficios de una operación como esta para todos los posibles agentes involucrados.

Por último, a nuestro juicio, el análisis sobre el *perjuicio al patrimonio del deudor* debe realizarse al momento de celebrar la Operación y no derivarse de circunstancias extrínsecas y posteriores. Una interpretación contraria sería desproporcional y contraria con el principio de seguridad jurídica que todo ordenamiento debe otorgar.

La eventual *ineficacia concursal* de la Operación implicaría que los bienes que hubiesen sido adquiridos por el comprador, deban ser reintegrados a la masa concursal, según lo establecido por el artículo 20 de la Ley Concursal. Vencido el comprador en un eventual juicio en que se determine la *ineficacia concursal* de la Operación, este pasaría a convertirse

en un acreedor más en el procedimiento concursal del vendedor.

2.2. Los mecanismos de protección

Como hemos desarrollado en la sección anterior, una Operación que a todas luces podría ser atractiva debe tomar en cuenta los riesgos que hemos identificado. Qué duda cabe que los riesgos serían ostensiblemente menores si tuviésemos reglas claras de juego, que nos permitiesen tener criterios claros de interpretación sobre cada uno de los requisitos para solicitar la *ineficacia concursal* de una Operación. Pero mientras esperamos cambios en la legislación, es importante que estructuramos mecanismos de protección adecuados que permitan hacerla viable y atractiva. Es importante mencionar que ninguno de estos mecanismos es infalible, pero definitivamente pueden ayudar a mitigar el riesgo de una eventual *ineficacia concursal*.

Como adelantamos al inicio de este artículo, estructurar los mecanismos de protección adecuados pasa, sobre todo, por hacer una correcta identificación de la situación financiera por la que atraviesa el vendedor. El comprador no puede evitar prestarle especial importancia a este asunto y requerir la información necesaria, cuando no sea voluntariamente proporcionada. En ese sentido, recalamos que el alcance de un *due diligence* que realice un comprador en estos casos, siempre debe abarcar la situación financiera por la que atraviesa el vendedor.

En nuestra experiencia, un primer mecanismo de protección para *blindar* una Operación como esta es que en los documentos de la transacción se incluyan declaraciones y garantías adecuadas. Frente a un eventual incumplimiento, se deberá contemplar la posibilidad de resolver el contrato, así como la posibilidad de reclamar una indemnización por daños y perjuicios generados a través de

La crisis ¿una buena oportunidad de inversión? La adquisición de activos o empresas en situaciones pre-concursales o sometidas a un procedimiento concursal
Economic crisis, Is it a good investment opportunity? The acquisition of assets or companies in pre-bankruptcy situations or subject to bankruptcy procedure

una cláusula penal que permita valorar *ex ante* el perjuicio que podría sufrir el comprador.

En esa línea, consideramos que al menos las siguientes declaraciones y garantías deberían ser incluidas en los documentos de la Operación, las mismas que deberán ser ofrecidas a la fecha de firma y a la fecha de cierre:

- a) Que el vendedor no ha solicitado el inicio de un procedimiento concursal, ni ha sido emplazado o tiene conocimiento respecto de algún procedimiento concursal iniciado a solicitud de uno o más acreedores.
- b) Que el vendedor no mantiene obligaciones vencidas y exigibles que superen, de forma individual o conjunta, el equivalente a cincuenta UIT por más de treinta días calendario.
- c) Que el vendedor no mantendrá, al menos, durante el año siguiente a la fecha en que la Operación sea plenamente válida y eficaz, obligaciones vencidas y exigibles que superen, por un periodo igual o mayor a treinta días calendario, de forma individual o conjunta, el equivalente a cincuenta UIT.
- d) Que en caso sean emplazados con la solicitud de inicio de un procedimiento concursal, cumplan dentro del plazo establecido en la Ley Concursal, con apersonarse y pagar el íntegro de los créditos objeto de dicho emplazamiento.
- e) Que el vendedor no solicitará el inicio de un procedimiento concursal, al menos, durante el año siguiente a la fecha de cierre de la Operación.

Las declaraciones y garantías descritas podrían complementarse con un mecanismo de verificación que involucre, entre otros, la obligación de reportar periódicamente las obligaciones que el vendedor tenga próximas a vencer, siempre que individualmente o en conjunto superen el monto fijado por las partes. Asimismo, podría considerarse la posibilidad de que el comprador, a través de sus asesores legales, realice un seguimiento periódico ante la Comisión de

Procedimientos Concursales del INDECOPI sobre la existencia de una solicitud para iniciar un procedimiento concursal del vendedor⁽⁸⁾.

Un segundo mecanismo de protección, aunque ciertamente más oneroso, es la posibilidad de constituir un fideicomiso al que se le transfiera parte del monto pactado en garantía del cumplimiento de las declaraciones y garantías a las que hemos hecho referencia en los párrafos precedentes. El beneficio de un mecanismo como el propuesto es que en el eventual procedimiento concursal del vendedor, los activos integrantes de este patrimonio fideicomitado no pasarían a formar parte de la masa concursal.

No podemos descartar que las partes consideren la posibilidad de abrir una cuenta *Escrow*, figura habitual durante las operaciones de adquisición *regulares*. Es claro que una cuenta *Escrow* también permite aislar parte del patrimonio del deudor en garantía del cumplimiento de las declaraciones realizadas, pero a diferencia del patrimonio fideicomitado no constituye un patrimonio autónomo que pueda ser aislado en el eventual caso de que se inicie un procedimiento concursal del vendedor.

Como tercer mecanismo, la Operación podría ser garantizada por terceros. Si eventualmente el vendedor se ve sometido a un procedimiento concursal, el comprador tendría la posibilidad de dirigirse contra parte o la totalidad del patrimonio del tercero garante, dependiendo del tipo de garantía otorgada. Será este tercero garante quien deberá subrogarse en la posición del comprador en el procedimiento concursal.

Como cuarto mecanismo de protección, existe la posibilidad de negociar que la Operación

(8) Es importante mencionar que este seguimiento únicamente podría efectuarse respecto de los procedimientos concursales solicitados por el propio deudor, en la medida que aquellos solicitados por uno o más acreedores se encuentran sujetos a un régimen de confidencialidad, según lo previsto por el artículo 11 de la Ley Concursal.



Renzo Agurto Isla

sea objeto de valorización por parte de expertos calificados, quienes permitan obtener una opinión competente acerca de la *equivalencia* para ambas partes de una Operación como esta. Como explicamos en la sección precedente, este análisis definitivamente no deberá realizarse únicamente en términos de equivalencia monetaria, sino que la *equivalencia* de la Operación deberá hacerse sobre la base de un análisis global de la misma.

Como quinto y último mecanismo de protección, consideramos adecuado que se solicite el consentimiento a los acreedores del vendedor. Evidentemente, la viabilidad de un mecanismo de protección como el descrito dependerá de si previamente se ha identificado quienes son los acreedores del vendedor y si entre ellos, hubiese alguno que pudiese tener alguna reacción contraria u hostil frente a la Operación. De obtenerse el consentimiento de los acreedores, los principales interesados en solicitar la reintegración a la masa concursal de los bienes materia de la Operación, se verían limitados o desincentivados en el ejercicio de una acción de *ineficacia concursal*.

Es importante precisar que los acreedores no son los únicos actores legitimados a solicitar la *ineficacia concursal* de la Operación, también podría ser solicitada por la administración del deudor o el liquidador. Sin embargo, de haber obtenido el consentimiento de los principales interesados en la recuperación de los bienes a la masa concursal, no vemos razón para pensar que la administración, nombrada en su mayoría de casos por la junta de acreedores, podría tener un interés contrario.

3. Adquisición de activos o empresas sometidas a un procedimiento concursal

Aquí finalmente nos enfrentamos a un escenario distinto, en donde las empresas dejaron de estar sometidas solamente a una situación de *estrés financiero* para dar paso a una situación donde el potencial vendedor se vio desbordado por sus obligaciones y tuvo que solicitar o se vio sometido a un procedimiento concursal a pedido de sus acreedores. Nuestro análisis parte sobre la base de un procedimiento concursal ordinario, no solo por el caso más recurrente, sino porque en un procedimiento concursal preventivo, los acreedores no *desapoderan* al deudor ni tampoco deciden sobre el destino que este va a seguir. Como describimos

anteriormente, sólo deciden si reprogramar o no sus obligaciones a través de un acuerdo global de refinanciación. Una vez aprobado o rechazado el acuerdo, concluye el procedimiento concursal preventivo. En un procedimiento concursal ordinario, el rol protagónico lo tienen los acreedores, quienes además de tener la capacidad de nombrar a la administración, tienen entre sus principales atribuciones la posibilidad de decidir sobre el destino del deudor. En esa línea, los acreedores sustituyen temporalmente a la Junta General de Accionistas, atribuyéndose todas sus facultades, incluyendo la posibilidad de modificar su estatuto social, aprobar el incremento o la reducción del capital, decidir su reestructuración o su liquidación, la venta de sus activos, entre otros.

Es importante mencionar que los acreedores recién toman *posesión* del deudor a partir de la primera Junta de Acreedores, o también denominada Junta de Instalación. Si el vendedor pretende celebrar una Operación durante ese lapso de tiempo (entre que es notificado o solicita el inicio del concurso; y se produce la Junta de Instalación), se encontrará durante el *segundo periodo de sospecha*, el mismo que podría implicar que se declare la *ineficacia concursal* de la Operación.

Con sus bemoles, la posibilidad de que se declare la *ineficacia concursal* de una Operación que hubiese sido realizada durante este periodo de tiempo es significativamente mayor. Aunque no es propósito de este trabajo entrar al detalle de cada uno de los supuestos mencionados por la Ley Concursal que operan durante el *segundo periodo de sospecha*, nos basta con mencionar que aquí no hay concurrencia de requisitos. Basta con probar que se presentó alguno de los supuestos de hecho mencionados por el artículo 19 inciso 3 de la Ley Concursal⁽⁹⁾, para que cualquiera de los actores mencionados se

(9) Ley Concursal. Artículo 19 inciso 3:

La crisis ¿una buena oportunidad de inversión? La adquisición de activos o empresas en situaciones pre-concursales o sometidas a un procedimiento concursal
Economic crisis, Is it a good investment opportunity? The acquisition of assets or companies in pre-bankruptcy situations or subject to bankruptcy procedure

encuentra facultado para solicitar la *ineficacia concursal* de la Operación.

El deber fiduciario del deudor durante este periodo de tiempo es por tanto significativamente mayor, en la medida que ya se dio inicio a un procedimiento concursal y esto no es solo un eventual supuesto. Por tanto, suscribir los mecanismos de protección como los que hemos propuesto sería actuar al límite con su deber fiduciario. Aunque como en toda Operación, el análisis deberá realizarse caso por caso.

3.1. Los mecanismos de adquisición de una empresa sometida a un procedimiento concursal

La adquisición de una empresa que se encuentra sometida a un procedimiento concursal puede tener una serie de motivaciones empresariales. Como mencionamos inicialmente, es claro que el precio de adquisición habitualmente es menor al precio sobre el que se adquiriría una empresa con similares características en condiciones *normales*, aunque no necesariamente es la única motivación para un inversionista para realizar una operación como esta⁽¹⁰⁾. Los mecanismos de adquisición son variados, pero ninguno es especialmente extraordinario.

Uno de los mecanismos más utilizados para adquirir una empresa que se encuentra sometida a un procedimiento concursal es aquel que ha sido denominado *operación acordeón*. Analizado en el pasado por el Tribunal Constitucional

durante la sentencia Chiquito y, ha sido utilizado en más de una oportunidad para adquirir empresas sometidas a un procedimiento concursal.

Este mecanismo consiste básicamente en la reducción del capital social a cero y su inmediato incremento (Echaiz 2011: 35). El procedimiento de adquisición se realiza de la forma siguiente.

Una vez que el deudor ha sido sometido a un procedimiento concursal, el potencial comprador debe adquirir un conjunto de acreencias que le permitan mantener una mayoría absoluta en la Junta de Acreedores, más del 66.6% de los créditos reconocidos. Si el deudor se encuentra sometido a un procedimiento de reestructuración, bastará proponer un Plan de Reestructuración que contemple la reducción del capital social del deudor concursado, a fin de cubrir las pérdidas acumuladas y de inmediato incrementarlo mediante la capitalización total o parcial de créditos.

Si bien el mecanismo no parece ser excesivamente complicado, el Tribunal

El juez declarará ineficaces y, en consecuencia, inoponibles frente a los acreedores, los actos jurídicos celebrados entre la fecha que presentó su solicitud para acogerse a alguno de los procedimientos concursales, fue notificado de la resolución de emplazamiento o fue notificado del inicio de la disolución y liquidación hasta el momento en que la Junta nombre o ratifique a la administración del deudor o se apruebe y suscriba el respectivo Convenio de Liquidación, según sea el caso, que se detallan a continuación:

- a) Todo pago anticipado por obligaciones no vencidas, cualquiera sea la forma en que se realice;
 - b) Todo pago por obligaciones vencidas que no se realice de acuerdo a la forma pactada o establecida en el contrato o en el título respectivo;
 - c) Los actos y contratos a título oneroso, realizados o celebrados por el insolvente que no se refieran al desarrollo normal de su actividad;
 - d) Las compensaciones efectuadas entre obligaciones recíprocas entre el deudor y sus acreedores;
 - e) Los gravámenes constituidos y las transferencias realizadas por el deudor con cargo a bienes de su propiedad, sea a título oneroso o a título gratuito;
 - f) Las garantías constituidas sobre bienes del deudor, dentro del plazo referido, para asegurar el pago de obligaciones contraídas con fecha anterior a éste;
 - g) Las ejecuciones judiciales o extrajudiciales de su patrimonio, desde la difusión del concurso; y
 - h) Las fusiones, absorciones o escisiones que impliquen un detrimento patrimonial.
- (10) Para un análisis más profundo al respecto, véase Houlihan Lokey. *Buying and selling the troubled company*.



Renzo Agurto Isla

Constitucional a través de la sentencia Chiquito y recaída en el expediente No. 228-2009-PA/TC-La Libertad, ha determinado que en una operación como esta deben respetarse los principios y valores constitucionales, por lo que deberá tenerse especial cuidado en respetar los derechos fundamentales de los socios minoritarios mediante mecanismos idóneos que les permitan su ejercicio. En esa línea, según lo estipulado por el artículo 68 de la Ley Concursal, se les deberá dar a los accionistas la posibilidad de ejercer adecuadamente su derecho de suscripción preferente.

Los acuerdos de capitalización de créditos surtirán efectos respecto de la totalidad de acreedores únicamente cuando hayan sido aprobados por más del 66.6% de los créditos reconocidos. Los únicos créditos que no podrán ser capitalizados son los créditos de origen tributario. A los acreedores que hubiesen votado en contra, no hubiesen asistido a la Junta o a los acreedores tardíos, les será oponible el acuerdo de capitalización de créditos en los mismos términos que a los acreedores que, habiendo votado a favor del acuerdo, resulten menos afectados.

Además de este mecanismo, la Junta de Acreedores puede utilizar cualquier otro que faculte la Ley General de Sociedades. Así, por ejemplo, mediante Resolución No. 0197-2009/SC2-INDECOP, el Tribunal de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual resolvió que:

“Conforme al análisis desarrollado en los párrafos precedentes, y según lo dispuesto en el artículo 63 del citado cuerpo legal, la Junta de Acreedores puede adoptar todos los acuerdos orientados a una eficiente administración de los recursos destinados al pago de sus créditos, entre ellos el acuerdo de fusión por absorción que, como ya hemos indicado, genera la extinción de la personalidad jurídica de la empresa concursal y, con ello, la finalización de su procedimiento concursal”

A estos efectos es importante resaltar que, dependiendo del mecanismo de adquisición que se utilice (reorganización simple, escisión, fusión, entre otros) existe la posibilidad de que finalice el procedimiento concursal del deudor concursado. Por ejemplo, si lo que se pretende es la fusión de la empresa concursada, como en el caso citado en el párrafo precedente, el resultado inminente es que el procedimiento concursal del deudor concursado se dará por concluido. Sin embargo, si

lo que se decide es simplemente adquirir un bloque patrimonial del deudor concursado, evidentemente no concluirá el procedimiento concursal del deudor concursado, salvo que como parte de la escisión hubiesen sido transferidas todas las acreencias y por tanto no hubiera más acreedores que se mantengan en el procedimiento concursal.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante acotar que el potencial comprador se encontrará obligado a cumplir el Plan de Reestructuración. Por lo que, en caso lo incumpla, el acreedor afectado se encontrará facultado para solicitar a la Comisión de Procedimientos Concursales de Indecopi, la disolución y liquidación de la sociedad. Así pues, iniciada la vigencia de la reorganización societaria acordada, la función de la Junta de Acreedores deberá circunscribirse a verificar y fiscalizar el cumplimiento del Plan de Reestructuración, en estricto cumplimiento del cronograma de pagos. Si hubiera litigios pendientes contra la sociedad extinguida, estos serán asumidos por el comprador, operando la sucesión procesal.

3.2. Riesgos durante este tipo de operaciones

El principal riesgo al que se verán sometidos los compradores en este tipo de operaciones recae en el estricto cumplimiento normativo que se le debe dar a la estructura de adquisición. Por ejemplo, si se utiliza una *operación acordeón*, el comprador deberá asegurarse de respetar en todo momento el derecho de todos y cada uno de los accionistas, así como el derecho de los acreedores minoritarios, quienes podrán impugnar el acuerdo en caso consideren haber sido afectados. Esto no solo podría retrasar la operación, sino que podría conllevar a su nulidad y, en consecuencia, al fracaso absoluto.

Por tanto, no hay otro mecanismo de protección que priorizar en todo momento el cumplimiento normativo y el respeto de los acuerdos

La crisis ¿una buena oportunidad de inversión? La adquisición de activos o empresas en situaciones pre-concursales o sometidas a un procedimiento concursal
Economic crisis, Is it a good investment opportunity? The acquisition of assets or companies in pre-bankruptcy situations or subject to bankruptcy procedure

adoptados. En ese sentido, el comprador deberá analizar con sumo cuidado, por ejemplo, el Plan de Reestructuración a efectos de asegurarse que podrá cumplir con las deudas reconocidas en el procedimiento concursal.

Por otro lado, la adquisición de una empresa de este tipo siempre conlleva riesgos de sucesión procesal. Hemos ya indicado que el comprador deberá continuar con los litigios que se hubiesen iniciado contra el deudor concursado. Es evidente que para cada una de las contrapartes en estos litigios les será más atractivo tener al frente a un agente que sea solvente, por lo que la sucesión procesal en estos litigios podrá representar un gran riesgo a tomar en cuenta.

3.3. La adquisición de activos de una empresa sometida a un procedimiento concursal

Por último, es importante hacer una breve referencia, pero no por eso menos importante, a lo que implica la adquisición de activos de una empresa sometida a un procedimiento concursal. En caso la Junta de Acreedores hubiese decidido la liquidación del deudor, el liquidador será responsable por la venta y adjudicación de los activos del deudor. El procedimiento de enajenación deberá ser regulado en el Convenio de Liquidación que sea aprobado por la referida Junta de Acreedores. El Convenio de Liquidación evidentemente podrá exigir que se realice una valuación económica y subasta de los bienes a enajenar. A partir de una reciente modificación a la Ley Concursal, cuando sobre los activos del deudor recaigan medidas cautelares, cargas o gravámenes sólo podrán transferirse por venta vía remate.

Lo más saltante para cualquier comprador, es que la transferencia de los bienes del deudor, por parte del liquidador, generará el levantamiento automático de todos los gravámenes, las medidas cautelares y cargas que pesen sobre éste, sin que se requiera para tales efectos mandato judicial o la intervención del acreedor garantizado con dicho bien.

Siendo esto así, la adquisición de activos de una empresa sometida a un procedimiento concursal es atractivo para cualquier inversionista. A lo que deberá avocarse el eventual análisis, es a la viabilidad y conveniencia económica de su adquisición; por lo que, más que un análisis legal, se requiera de una opinión económica-financiera.

4. Conclusión

Aunque el tema no se agota ahí, hemos querido otorgarle al lector un panorama sobre lo que representan este tipo de operaciones. En nuestra práctica, y dado el contexto en el que nos encontramos, es importante que podamos identificar los riesgos de estas operaciones y hacer uso de las herramientas legales a nuestro alcance para poder mitigarlos, en la medida de lo posible.

Si bien un escenario de crisis puede generar una reacción negativa o cuando menos escéptica, nuestra sugerencia es que no se descarte ninguna posibilidad de negocio que involucre la adquisición de activos de empresas en dificultades económicas o financieras. Quién sabe, esta puede ser una *oportunidad única* que genere una gran rentabilidad para el inversionista.

Como hemos podido identificar y describir a lo largo del artículo, gran parte de los riesgos que implica una operación de este tipo pueden ser mitigados. Por supuesto, nunca eliminados. Si sabemos arriesgar adecuada y estructuradamente podemos empezar a gestionar un mundo de posibilidades de inversión.

5. Referencias bibliográficas

Beaumont, Ricardo y Palma, José. 2002. *Comentarios a la Nueva Ley General del Sistema Concursal*. Lima: Gaceta Jurídica.

Benavides, Lisbeth. 2011. El Periodo de Sospecha en la Ley General del Sistema Concursal. *Circulo de Derecho Administrativo* 10: 313-25.

Echaiz, Daniel. 2011. *Actualidad Jurídica*. Tom. 210, mayo 2011. Lima: Gaceta Jurídica.



Renzo Agurto Isla

Grillo, Horacio. *Periodo de Sospecha en la Legislación Concursal*. 2ª ed. Buenos Aires: Editorial Astrea.

Lizárraga, Anthony. 2014. *Los Actos de disposición del deudor concursado como materia de ineficacia concursal. Análisis del perjuicio y desarrollo normal de la actividad del deudor de dichos actos en el "periodo de sospecha"*. Cuaderno de trabajo presentado con motivo de la convocatoria para publicación

de cuadernos de trabajo del Centro de investigación, Capacitación y Asesoría Jurídica. Lima.

Schmerler, Daniel. 2011. Ineficacia de Actos en el "periodo de sospecha" buscado la reintegración patrimonial del deudor concursado. *Revista de la Competencia y la Propiedad Intelectual* 12: 33-74.

Semana Económica. 2017. No perdamos el 2017, *Semana Económica* 1567. 