

CONTRATACIÓN CORPORATIVA Y EVOLUCIÓN LEGAL*

CORPORATE CONTRACTS AND LEGAL EVOLUTION

Freddy Escobar Rozas**

**Pontificia Universidad Católica del Perú
Universidad del Pacífico**

In any contractual operation, risks are presented, which have a significant cost in economic operations. In view of this, the parties, in exercise of their contractual freedom, regulate the allocation of risks in the most appropriate way to their needs, seeking efficiency.

In this article, the author explains the importance of risks in contractual operations, the reason for the modification of legal provisions of risk allocation, and why contracts should be interpreted literally.

KEY WORDS: *Corporate contracts; risks; contractual freedom; interpretation; Common Law.*

En toda operación contractual, se presentan riesgos, los cuales tienen un costo significativo en las operaciones económicas. Ante ello, las partes, en ejercicio de su libertad contractual, regulan la asignación de los riesgos de la forma más acorde a su necesidad, buscando la eficiencia.

En el presente artículo, el autor explica la relevancia de los riesgos en las operaciones contractuales, la razón de la modificación de las disposiciones legales de asignación de riesgo y por qué los contratos deben interpretarse literalmente.

PALABRAS CLAVE: *Contratos corporativos; riesgos; libertad contractual; interpretación; Common Law.*

* Jeanette Aliaga, Bárbara Castro, Giovanna García, Guillermo Cabieses y Martín Naranjo han tenido la gentileza de revisar los borradores de este trabajo y de nutrirlo con sus comentarios. A todos ellos mi más sincero agradecimiento.

** Abogado. Magister en Derecho por Harvard Law School. Profesor de Análisis Económico del Derecho, Contratos y Remedios Legales en la Maestría de Derecho Civil de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Profesor de Instituciones Legales en la Maestría de Banca y Finanzas de la PUCP. Profesor de Contratos en la Universidad Pacífico. Socio de Lazo, De Romaña & CMB. Contacto: fescobar@lazoabogados.com.pe.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo el día 10 de enero de 2017, y aceptado el día 31 de enero de 2017.

I. INTRODUCCIÓN

Los contratos de consumo son generalmente asimétricos: una de las partes suele desconocer el sentido de las cláusulas¹ y carecer de capacidad para influir en su configuración². Los contratos corporativos, por el contrario, son generalmente simétricos: ambas partes suelen conocer el sentido de las cláusulas e influir, en menor o mayor medida, en su configuración³. En base a esta realidad, el sistema legal establece una regulación diferenciada en materia de libertad contractual. De acuerdo con esa regulación, las organizaciones tienen, en términos cualitativos y cuantitativos, menos restricciones cuando celebran contratos corporativos que cuando celebran contratos de consumo.

Debido a que en el mundo de la contratación corporativa la libertad contractual es más intensa, las organizaciones suelen modificar los regímenes legales de reducción y de distribución de los riesgos que se presentan en las diferentes etapas del *iter* contractual. ¿Por qué? Básicamente porque en algunos casos los costos para obtener protección legal son altos; mientras que en otros casos esa protección es inapropiada (ineficiente).

Para modificar los referidos regímenes legales, las organizaciones desarrollan un lenguaje propio, que combina conceptos legales con conceptos financieros, económicos, contables, tecnológicos, etcétera. En el mundo de los contratos corporati-

vos cada palabra, cada frase implica una solución específica de reducción o de distribución de riesgos. El lenguaje empleado por las partes contratantes determina con precisión los contornos de los riesgos, las coberturas de los riesgos, las consecuencias monetarias de las coberturas de los riesgos, etcétera. Por tal razón, la interpretación de los contratos corporativos debe ser, en principio, literal.

La finalidad de este artículo es explicar (i) por qué los riesgos son factores esenciales en el mundo de los intercambios contractuales; (ii) por qué las organizaciones modifican los mecanismos legales de reducción y de asignación de riesgos; y, (iii) por qué los contratos corporativos deben ser interpretados de forma literal.

II. RIESGOS

No existe actividad humana inmune al riesgo. La posibilidad de que ocurra un evento con consecuencias adversas forma parte del escenario en el que nos desenvolvemos. Las catástrofes naturales y los accidentes generan pérdidas humanas y económicas a gran escala. En el periodo comprendido entre los años 2000 y 2015, terremotos, tsunamis, inundaciones, huracanes y otras catástrofes naturales provocaron, en promedio, pérdidas anuales por el orden de USD 175 billones⁴. Esta suma representa el producto bruto interno anual de un país en vías de desarrollo⁵. Pero las catástrofes naturales y

¹ La regulación de protección a los consumidores obliga a las empresas a revelar información sobre los bienes y servicios que ofrecen con el fin de eliminar la asimetría informativa que afecta a los consumidores. Esta estrategia es cuestionable. La experiencia demuestra que los consumidores no analizan la información que las empresas revelan por mandato del regulador. Los consumidores consideran que el beneficio de revisar y analizar esa información es marginal en comparación con el costo (en términos de tiempo) que impone la tarea. Por consiguiente, la estrategia regulatoria impone costos notables sin generar beneficios relevantes. Ver: BEN-SHAHAR, Omri y Carl E. SCHNEIDER. "More Than You Wanted to Know. The Failure of Mandated Disclosure". Princeton: Princeton University Press. 2014. pp. 59-107.

² La regulación de protección a los consumidores impide a las empresas incluir cláusulas que contemplen derechos unilaterales a su favor. Esta estrategia también es cuestionable. Las cláusulas en cuestión protegen a las empresas contra diversos riesgos, entre los que se encuentra el riesgo de comportamiento oportunista de los consumidores. Las empresas usualmente ejercen los derechos unilaterales de forma selectiva. Cuando los consumidores son honestos, las empresas suelen negociar *ex post* la no aplicación de los derechos unilaterales, pues les interesa que esos consumidores continúen adquiriendo sus productos. En cambio, cuando los consumidores son deshonestos, las empresas suelen aplicar derechos unilaterales a fin de desincentivar comportamientos oportunistas. Por consiguiente, los derechos unilaterales permiten disciplinar el mercado y evitar que las pérdidas causadas por los consumidores oportunistas sean trasladadas, vía precio, a los consumidores honestos. Ver: ESCOBAR, Freddy. "Entendiendo el Mercado: la Contratación Estandarizada como forma de Mitigar los Problemas de Insatisfacción y de Selección Adversa". En: SÚMAR, Óscar (editor). Ensayos sobre Protección al Consumidor. Lima: Universidad del Pacífico. 2011. pp. 257-282.

³ Los contratos corporativos son aquellos negociados y suscritos por las organizaciones empresariales para adquirir insumos, tecnología, conocimiento, servicios; obtener financiamiento; realizar inversiones; etcétera. Se caracterizan por la simetría de información y de capacidad de negociación de las partes.

⁴ STATISTA. "Economic loss from natural disaster events globally from 2000 to 2015 (in billion U.S. dollars)". En: <https://www.statista.com/statistics/510894/natural-disasters-globally-and-economic-losses/>.

⁵ Debido al incremento de las pérdidas originadas por las catástrofes naturales, las compañías de seguro incrementaron las primas o dejaron de otorgar coberturas contra ciertas catástrofes. En este escenario, el mercado de capitales empezó a ofrecer coberturas alternativas, a través de los *Catastrophe Bonds* (Cat Bonds). Debido a que este mercado prescinde de la participación de empresas reguladas (por ejemplo, compañías de seguro y compañías de reaseguro), su oferta de cobertura de riesgos suele ser menos costosa y más flexible. Desde 1994 en diversos mercados se han emitido Cat Bonds para cubrir riesgos de terremotos, tsunamis, inundaciones, incendios e incluso actos terroristas. Ver: ESCOBAR, Freddy. "La Fuerza del Mercado de Capitales. Un Ensayo sobre los Catastrophe Bonds". En: *Ius et Veritas* 40. 2010. pp. 196-213.

los accidentes no poseen el monopolio del daño. Existen eventos generados por las fuerzas del mercado y por las fuerzas del Estado capaces de generar pérdidas a gran escala, aun cuando esos eventos sean considerados “ordinarios”, “regulares”, “habituales”: el cambio en los precios del mercado, la fluctuación en el valor de las monedas, la aparición de sustitutos de bienes y servicios, la modificación de las normas impositivas, etcétera. Dependiendo de la actividad que uno realice, cualquiera de estos eventos puede generar, en términos individuales, un efecto económico adverso comparable al que produce una catástrofe natural o un accidente.

El mundo de los negocios es particularmente riesgoso. No en vano, en algunos mercados desarrollados, ocho de cada diez nuevas empresas quiebran en los primeros dieciocho meses⁶.

En el año 2010 ningún director del Korea Development Bank pensó que Hanjin Shipping Co., la séptima naviera más grande del mundo, quebraría seis años más tarde. En la década 1990-2000, el *ratio* de crecimiento del comercio mundial había duplicado el *ratio* de crecimiento de la economía global. El incremento del número de operaciones de importación y de exportación alcanzaba una tasa notable: 14%. No existía razón para no ser optimista sobre el futuro de Hanjin Shipping Co. Las tendencias políticas y económicas permitían apostar por un flujo cada vez más intenso de importaciones y exportaciones a nivel intercontinental. Pronto, sin embargo, dos factores ajenos a la realidad coreana iniciaron la debacle de Hanjin Shipping Co. Primero, la crisis política de diversos países árabes provocó un incremento en el precio del petróleo y, por tanto, en el costo de los fletes internacionales. Segundo, la crisis de la deuda europea afectó severamente la demanda de productos de otros continentes y, por tanto, la demanda de transporte marítimo. A partir del 2012, el comercio internacional solo crecía a una tasa del 1%. En septiembre de 2016 los directores del Korea Development Bank no pudieron postergar más la única salida a la crisis de Hanjin Shipping Co. y decidieron iniciar el procedimiento de quiebra de la naviera. Su apuesta por el sostenido crecimiento del comercio mundial había resultado incorrecta⁷.

Las transacciones contractuales, en general, y las vinculadas al mundo de los negocios, en particular, están sometidas a una multiplicidad de riesgos. Desde el momento mismo en que las partes toman contacto para negociar hasta el momento en que deben cumplir sus compromisos contractuales; los riesgos asechan, amenazan y eventualmente dañan.

En la etapa de negociación se presenta un riesgo que emana de la asimetría informativa: el riesgo de ocultamiento de información (*hidden information risk*). La parte que posee más información puede actuar de forma deshonesta y no revelar la existencia de una contingencia que afecta el valor de mercado del activo subyacente objeto de la negociación. La otra parte puede descubrir la existencia de esa contingencia demasiado tarde, cuando ya adquirió el activo a un precio mayor al que habría pagado de haber estado consciente del problema.

En la etapa de ejecución se presenta una amplia gama de riesgos. Algunos afectan a la contraparte: riesgo de incumplimiento, riesgo de sobre-endeudamiento, riesgo de pérdida de ingresos, riesgo de insolvencia. Otros afectan al activo subyacente de la transacción: riesgo de pérdida de valor por fluctuaciones de precios en el mercado, riesgo de obsolescencia por cambio de tecnología, riesgo de contingencias ocultas. Otros afectan al entorno: riesgo de cambios legales, riesgo de cambios en los mercados relevantes, riesgo de cambios en los precios de las monedas.

¿Cuáles son las funciones del sistema legal frente al problema del riesgo?

El sistema legal enfrenta el problema del riesgo de dos formas: en algunos casos establece incentivos para reducir los riesgos y en otros casos asigna los riesgos a una de las partes⁸.

Las normas que obligan a las partes a actuar de buena fe⁹ generan incentivos para reducir el riesgo de selección adversa. Si A omite informar a B cierto defecto del activo objeto de la negociación, B podrá emplear defensas y remedios que protejan sus intereses una vez celebrado el contrato y

⁶ “According to Bloomberg, 8 out of 10 entrepreneurs who start businesses fail within the first 18 months. A whopping 80% crash and burn”. Ver: WAGNER, Eric T. “Five Reasons 8 Out Of 10 Businesses Fail”. En: <http://www.forbes.com/sites/ericwagner/2013/09/12/five-reasons-8-out-of-10-businesses-fail/#5405f59b5e3c>.

⁷ “Trade experienced fairly strong growth from 1995 to 2001, followed by a boom from 2002 to 2008 accompanied by rising commodity prices. Following the financial crisis in 2008, trade fell steeply in 2009 before rebounding strongly in 2010 and 2011. However, trade growth since then has been unusually weak”. Ver: WORLD TRADE ORGANIZATION. “International Trade Statistics 2015”. En: https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/its2015_e/its15_highlights_e.pdf.

⁸ Esta asignación de riesgos debería estar basada en función de un criterio de eficiencia. El actor que puede mitigar determinado riesgo a menor costo debería asumir la carga de tal riesgo.

⁹ Artículo 1362 del Código Civil.

descubierto el defecto del activo. En aplicación del Código Civil, B podrá anular el contrato por dolo omisivo y exigir el pago de una indemnización¹⁰.

Las normas que obligan a las partes a ejecutar los contratos en los términos pactados, salvo que se presente un supuesto de excesiva onerosidad, asignan el riesgo de la fluctuación del valor de mercado del activo subyacente a cada una de las partes: la que vende toma el riesgo de que el valor de mercado se aprecie y la que compra toma el riesgo de que el valor de mercado se deprecie. Así, si C y D acuerdan que C pagará S/ 100 a D por el activo X en el momento T, C no podrá excusarse de ejecutar el contrato si el valor de mercado del activo X es S/ 80 en T+10. No obstante, si el valor de mercado del activo X es S/ 20 en T+10, C podrá solicitar la modificación del precio o la resolución del contrato en la medida en que demuestre que la depreciación “excesiva” del valor del mercado del activo X es consecuencia de un evento extraordinario e imprevisible. En tal caso, D deberá asumir las consecuencias de dicha depreciación.

Si bien el sistema legal identifica diversos riesgos y contempla soluciones relativamente razonables para reducirlos o distribuirlos, en los hechos esas soluciones suelen ser ineficientes. Para B puede resultar altamente costoso o complejo probar que A actuó con dolo omisivo. O puede resultar altamente costoso o complejo descubrir la omisión de A antes de que venza el plazo de caducidad para anular el contrato. Para C puede resultar altamente costoso o complejo demostrar que la depreciación del activo X fue (i) excesiva y (ii) generada por un evento de naturaleza extraordinaria e imprevisible. En términos simples: los estándares exigidos por el sistema legal pueden resultar sumamente rígidos, pueden imponer costos excesivamente altos. Si esto ocurre, las partes no estarán realmente protegidas contra los riesgos.

Dos factores complican aún más el panorama. El primero está relacionado con la aplicación de las normas por parte de las cortes. El segundo está relacionado con los modelos contractuales en los que se basan las leyes. No solo carecemos de un sistema de precedentes judiciales que reduzca la incertidumbre legal; carecemos también de respuestas judiciales con sentido económico. El Código Civil, por otro lado, se basa en modelos legislativos del siglo XIX y del siglo XX. En materia

contractual, el Código Civil se nutre de un modelo paternalista, controlista, que limita severamente la libertad de las partes y protege indebidamente al deudor¹¹. Las normas de mutuo o de compraventa son inadecuadas, en términos cuantitativos y cualitativos, para regular por *default* operaciones de financiamiento u operaciones de adquisición de activos.

III. EVOLUCIÓN CONTRACTUAL

Desde inicios del siglo pasado los mercados empezaron a desarrollar diferentes esquemas contractuales dirigidos a modificar los regímenes legales de reducción y de distribución de riesgos. Diversas industrias tomaron la iniciativa de estructurar, en función de sus necesidades particulares, cláusulas que otorgaran derechos distintos a los conferidos por la ley en caso de ocurrencia de un evento riesgoso. Con el tiempo los esquemas contractuales desarrollados por unas industrias empezaron a ser empleados, con las adaptaciones del caso, por otras. En los inicios de la década de 1920 la industria cinematográfica desarrolló la *morals clause* como alternativa al *duty of good conduct* impuesto por la ley. En los inicios de la década de 1970 las industrias de la moda y del deporte también empleaban esa cláusula en todos sus contratos relevantes.

Para desarrollar regímenes contractuales de reducción y de distribución de riesgos alternativos a los regímenes legales, las empresas decidieron emplear un lenguaje propio. Ese lenguaje se nutrió, ciertamente, de conceptos legales; pero también de conceptos financieros, económicos, contables, tecnológicos. Difícilmente las empresas habrían conseguido diferenciar las soluciones contractuales de las soluciones legales empleando el lenguaje del legislador.

En el mundo de la contratación corporativa, cada frase, cada palabra posee un sentido específico que permite determinar los contornos de los riesgos, las coberturas de los riesgos, las consecuencias económicas de las coberturas de los riesgos, etcétera.

La cláusula *pari passu* ha sido diseñada para impedir que terceros acreedores no garantizados obtengan derechos preferenciales o prioritarios en un contexto de insolvencia o quiebra¹². Si el con-

¹⁰ Artículo 212 del Código Civil.

¹¹ ESCOBAR ROZAS, Freddy. “Manifiesto sobre la Reforma del Código Civil y sobre el Trabajo de la Comisión Reformadora”. En: THÉMIS-Revista de Derecho 60. 2011. pp. 62-74.

¹² “In the context of unsecured corporate debt [...] the *pari passu* clause ensures that the debt will have the same priority as all of the borrower’s other unsecured debt in the event of a liquidation [...]. In a corporate bankruptcy, for example,

trato de préstamo entre el Banco B (domiciliado en Canadá) y la Minera M (domiciliada en Argentina) incluye esta cláusula, entonces los derechos del Banco B no deben quedar subordinados a los derechos de otros acreedores no garantizados¹³. En consecuencia, si el congreso de la República Argentina aprueba una ley que establece que los derechos de cobro de los acreedores domiciliados tienen preferencia sobre los derechos de cobro de los acreedores no domiciliados en caso de insolvencia o quiebra, entonces el riesgo cubierto por la cláusula se habrá verificado, por lo que el Banco B podrá dar por vencidos los plazos de repago o ejercer algún otro remedio contractual. Sin embargo, la cláusula *pari passu* no impide que la Minera M efectúe prepagos a otros acreedores, aun si esos prepagos generan su insolvencia o quiebra¹⁴. Si el Banco B desea evitar los posibles efectos adversos de los pre-pagos de otras deudas, entonces debe negociar la inclusión de otras cláusulas: (i) una que obligue a la Minera M a no efectuar tales prepagos (*restricted payments clause*) o (ii) una que obligue a la Minera M a prepagar la deuda frente al Banco B junto con tales prepagos (*equal and ratable sharing clause*).

Entre los esquemas contractuales y los esquemas legales de reducción y de distribución de riesgos existen diferencias de fondo y de forma. Por tal razón, no es aceptable interpretar unos en función

de otros. El intérprete debe partir de la siguiente premisa: la cláusula no tiene como finalidad adoptar, con otras palabras, los estándares y los remedios legales, sino más bien sustituir estos estándares y remedios por otros.

IV. CONTROL LEGAL DE RIESGOS

A. Etapa de Negociación

En la etapa de negociación contractual el riesgo más notorio es el riesgo de ocultamiento de información¹⁵.

¿Mitiga el Código Civil este riesgo? Sí. El Código Civil establece una regla general que obliga a las partes a negociar de buena fe¹⁶. Adicionalmente, el Código Civil establece reglas de invalidez en caso que una de las partes sufra un vicio de la voluntad¹⁷.

La buena fe implica corrección¹⁸. A la luz de este principio, las partes deben actuar de acuerdo a lo que personas razonables esperarían en una transacción determinada, tomando en consideración las circunstancias del caso¹⁹. En base a la buena fe, entonces, se debe proceder en función de lo que establece el contrato, pero bajo un marco ideal de expectativas razonables. Para determinar estas expectativas, la buena fe obliga a considerar la finalidad del contrato y las circunstancias del caso. La

an equal share of the proceeds of any liquidation will be distributed among all holders of pari passu ranking debts (after higher priority creditors are paid)". Ver: WEIDEMAIER Mark; SCOTT, Robert y Mitu GULATI. "Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu". En: Law & Social Enquiry 38. 2013. p. 74.

¹³ Esta cláusula tiene sentido en operaciones corporativas no garantizadas. Su función es preservar los efectos de la regla que establece que todos los acreedores no garantizados cobran a prorrata en caso de quiebra del deudor. Si esa regla es modificada de modo tal que algunos acreedores no garantizados pasan a tener preferencia sobre otros, los acreedores perjudicados pueden terminar inmediatamente sus contratos y evitar el riesgo de subordinación involuntaria en un escenario de quiebra. Esta cláusula, sin embargo, carece de sentido en operaciones soberanas, pues no existen normas que regulen la quiebra de los países y, por tanto, que establezcan derechos de cobro a prorrata. La inclusión de la cláusula *pari passu* en operaciones de deuda soberana ha tenido diversos efectos nocivos, como la paralización de la reestructuración de las deudas soberanas de Perú (2000) y de Argentina (2005). Ver: GULATI, Mitu y Robert E. SCOTT. "The 31/2 Minute Transaction. Boilerplate and the Limits of Contract Design". Chicago-Londres: The University of Chicago Press. 2013. p. 119-130. ESCOBAR, Freddy. "El Caso Elliott y el Dilema de la Cláusula Pari Passu en la Deuda Soberana: entre el Holdout y el Default Estratégico". En: Ius et Veritas 42. 2011. pp 108-130.

¹⁴ "If a borrower wishes to prepay a syndicate B without also prepaying syndicate A when both are pari passu, it is free to do so. Even if it is in default to syndicate A, subject to preference rules or the like in a bankruptcy or insolvent proceeding, the borrower would be permitted to pay or prepay syndicate B without also prepaying other similarly situated creditors". Ver: WIGHT, Richard. "The LSTA's Complete Credit Agreement Guide". Nueva York: Mc Graw Hill. 2009. p. 267.

¹⁵ "It is well known that bargainers have an incentive to misrepresent their valuations: sellers tend to overstate their true valuation, just as buyers tend to understate their true valuation". Ver: AYRES, Ian. "Optional Law. The Structure of Legal Entitlements". Chicago-Londres: The University of Chicago Press. 2005. p. 147.

¹⁶ Artículo 1362 del Código Civil.

¹⁷ Artículos 201, 210, 212 y 214 del Código Civil.

¹⁸ "La regola sull'esecuzione secondo buona fede da base al ruolo di questa come fonte d'integrazione [...] buona fede (oggettiva) è sostanzialmente sinonimo di correttezza [...] Correttezza è solo una delle espressioni impiegate per spiegare il significato di buona fede. Ma se ne propongono altre: lealtà, cooperazione con controparte, sensibilità alle sua ragioni, salvaguardia dei suoi interessi". Ver: ROPPO, Vincenzo. "Il Contratto". Milán: Dott. A. Giuffrè Editore. 2001. p. 493.

¹⁹ "The general definition of good faith [...] is honesty in fact in the conduct or transaction [...]. However, in addition to this general standard [...] a merchant is held to a higher standard that includes not only 'honesty in fact' but also 'the observance of reasonable commercial standards of fair dealing in the trade'. That is, a merchant is subject to both a subjective and an objective standard". Ver: BLUM, Brian. "Contracts". Nueva York: Aspen Publishers. 2004. p. 169.

buena fe, en consecuencia, constituye una herramienta que la ley pone en manos del juez para evitar comportamientos oportunistas, aun cuando los mismos estén amparados en el texto del contrato²⁰.

La parte que no actúa con corrección enfrenta una potencial consecuencia adversa: pagar una indemnización a la contraparte. La amenaza de tener que resarcir los daños sufridos por la parte afectada por el comportamiento incorrecto debe, en principio, desincentivar la realización de dicho comportamiento.

En los hechos, sin embargo, la regla puede tener efectos marginales. En primer lugar, puede resultar altamente costoso, en términos de tiempo, litigar a efectos de convencer al juez o al árbitro que cierto comportamiento de la contraparte es “incorrecto”²¹.

X es director de Seguros S. En base a su experiencia y conocimiento de la industria, X tiene la convicción de que el negocio de Seguros S no es sostenible en el tiempo. X piensa que las primas han dejado de compensar el riesgo tomado por Seguros S y que las acciones de esta empresa están sobrevaloradas. Por tal razón, X decide vender a Y las acciones que tiene en Seguros S. Meses después de realizada la venta, el valor de mercado de las acciones de Seguros S declina considerablemente. ¿Podría Y alegar que X actuó de mala fe? ¿Qué omitió revelar

X? ¿Un aspecto intrínseco del activo transferido? ¿O una consideración personal sobre ese activo? Si el juez considera que X no reveló un aspecto intrínseco del activo, entonces Y tendrá derecho a ser indemnizado; pero si el juez considera que X no reveló una consideración personal sobre el activo, entonces Y no tendrá derecho a ser indemnizado²².

En segundo lugar, el tipo de daño resarcible puede no desincentivar comportamientos oportunistas. En efecto, la violación del deber de actuar de buena fe en la etapa de la negociación genera responsabilidad precontractual. Esta responsabilidad solo obliga a colocar a la parte dañada en la posición que hubiese tenido en caso de no celebrar el contrato viciado²³. Típicamente los daños resarcibles en materia de responsabilidad precontractual se circunscriben a los gastos por asesoría legal y financiera. Si bien es posible argumentar que los costos de oportunidad también deben ser resarcidos, en los hechos es sumamente complicado probarlos y valorarlos. Por lo tanto, es posible que una de las partes opte por actuar de mala fe si es que el beneficio (esperado) del contrato supera el costo de cubrir los gastos de asesoría legal y financiera de la contraparte.

Las normas que permiten anular contratos por la existencia de vicios de la voluntad²⁴ también desincentivan comportamientos oportunistas. La

²⁰ “A rather different conceptualization of good faith is that developed by law-and economics scholars. Under this view, the obligation of good faith is considered an implied contractual term that prohibits *opportunistic behavior*. The latter occurs when a party “behaves contrary to the [...] [counterparty’s] understanding of their contract, but not necessarily contrary to the agreement’s explicit terms, leading to a transfer of wealth” from the counterparty to the opportunistic one. Rational actors, however, anticipate such a risk and draft contracts that prevent parties from acting opportunistically. Still, contractual specification is costly and time-consuming. Furthermore, contracts are ontologically incomplete so that no matter the level of specification of their agreement, parties are not able to foresee all possible opportunistic behaviors. Under this approach, the implied obligation of good faith serves efficiency by establishing a general prohibition against acting opportunistically that is automatically incorporated in every contract. It saves parties the cost (and the difficulty) of expressly bargaining for specific contractual provisions against the risk of opportunistic behavior”. Ver: SEPE, Simone. “Good Faith And Contract Interpretation: A Law And Economics Perspective”. En: Siena Memos and Papers in Law & Economics - SIMPLE Paper. 42/06. 2010. pp. 18-19. Disponible en: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086323.

²¹ “The doctrine of “good faith” in contract law is the subject of numerous scholarly articles and much judicial hand-wringing. The Restatement (Second) states, “Every contract imposes upon each party a duty of good faith and fair dealing in its performance and its enforcement.” The U.C.C. provides a bit more, defining good faith as “honesty in fact and the observance of reasonable commercial standards of fair dealing.” Unfortunately, these standards provide little traction for a court making a good faith inquiry. Courts inevitably face the thorny issue of whether certain actions constitute a violation of good faith. In many cases, the articulation of the good faith standard turns on opportunism—a concept courts rarely define”. Ver: SCOTT, Baker y Kimberly D. KRAWIEC. “Incomplete Contracts in a Complete Contract World”. En: Florida State University Law Review 33. 2006. pp. 744-745.

²² La buena fe obliga al vendedor a revelar defectos intrínsecos del activo, sobre todo si es que esos defectos no pueden ser advertidos por una contraparte razonablemente diligente. La buena fe, sin embargo, no obliga al vendedor a revelar las consideraciones subjetivas por las cuales decide realizar la transacción. Ver: KRONMAN, Anthony. “Mistake, Disclosure, Information and the Law of Contracts”. Journal of Legal Studies. Volumen 7. 1978. pp. 14 y siguientes.

²³ “In materia di responsabilità precontrattuale, il concetto dell’interesse negativo viene utilizzato in contrapposizione all’interesse positivo, cioè all’interesse all’adempimento [...] l’interesse negativo garantisce al danneggiato il diritto ad essere posto nella medesima condizione economica in cui si sarebbe trovato se non avesse contrattato col danneggiante”. Ver: MONATERI, Pier Giuseppe. “Le Fonti delle Obbligazioni”. Turín: UTET. 1998. p. 663.

²⁴ El término “vicio de la voluntad” es incorrecto. La persona que contrata con error, dolo o intimidación no sufre anomalía volitiva alguna. Esa persona declara lo que desea. En el caso del error y del dolo, el deseo de contratar se basa en una representación mental incorrecta de la realidad. Pero esto no implica que el deseo sea inexistente. En el caso de la intimidación, el deseo de contratar se basa en un análisis racional del costo que supone sufrir las consecuencias de la

amenaza de perder un contrato y, eventualmente, de pagar una indemnización debe, en principio, desincentivar la realización de los comportamientos en cuestión.

En los hechos, sin embargo, estas normas también pueden tener efectos marginales. En efecto, la parte que desee anular el contrato por error debe demostrar dos cosas: primero que incurrió en una equivocación legalmente relevante y segundo que la contraparte conoció o pudo conocer tal equivocación. La parte que desee anular el contrato por dolo también debe demostrar dos cosas: primero que incurrió en una equivocación causada por la acción o la omisión de la contraparte y segundo que esa equivocación fue determinante para la realización de la transacción.

En el caso del error, la prueba de que la equivocación es legalmente relevante puede no ser sencilla. El Código Civil considera que la equivocación es legalmente relevante solo en los siguientes casos. Primero, cuando recae sobre la esencia o la cualidad del objeto de la transacción, siempre que, según la apreciación general o las circunstancias del caso, deba ser considerada determinante de la voluntad de realizar la transacción. Segundo, cuando recae sobre las cualidades personales de la contraparte, siempre que hayan sido determinantes de la voluntad de realizar la transacción. Tercero, cuando recae sobre un aspecto legal, siempre que tal aspecto sea la razón determinante para realizar la transacción.

No basta, en consecuencia, con demostrar la equivocación. El *errans* tiene que demostrar, además, (i) que incurrió en una equivocación tipificada por la ley; (ii) que dicha equivocación fue determinante para la celebración del contrato a la luz de ciertos estándares objetivos; y, (iii) que la contraparte conoció o razonablemente pudo conocer el vicio volitivo.

En el caso del dolo, la parte engañada tiene que demostrar el engaño y, además, que no hubiese celebrado el contrato de haber conocido el engaño a tiempo.

Como se podrá intuir, la tarea de satisfacer los requisitos previstos por el Código Civil para anular un contrato no es sencilla. La carga probatoria es

compleja. La discusión sobre los estándares legales aplicables también lo es. Y los procesos (judiciales y arbitrales) toman años, con resultados impredecibles.

El problema del costo del cumplimiento de los requisitos legales no es, sin embargo, el único. El Código Civil establece que en caso de error o de dolo procede la anulación del contrato; no obstante, dicho código establece que solo en caso de dolo procede el pago de una indemnización²⁵. Evidentemente, la parte afectada por un vicio volitivo tiene interés en desvincularse del contrato, en la medida en que genera pérdidas. Pero esa parte también tiene interés en quedar indemne. El tipo de responsabilidad aplicable al dolo no garantiza, sin embargo, una indemnidad integral. En efecto, la parte que logra anular el contrato por dolo puede exigir el pago de una indemnización que le permita situarse, en términos económicos, en la posición que hubiese tenido en caso de no celebrar el contrato. Por lo tanto, los montos que hubiese empleado para negociar y ejecutar el contrato estarán cubiertos por la referida indemnización. Lo que la parte en cuestión no puede exigir es el pago de una indemnización que cubra el mayor valor que tenga en el mercado el sustituto del bien materia del contrato anulado.

B. Etapa de Ejecución

En la etapa de ejecución los riesgos se multiplican. Evidentemente el riesgo más visible es el riesgo de comportamiento oportunista.

Imaginemos que el Banco B otorga un préstamo de cinco años en moneda local a la Minera M. Imaginemos también que la Minera M produce oro y recibe ingresos en moneda extranjera. El interés del Banco B es obtener la rentabilidad proyectada en base al repago oportuno del préstamo. Para que ese repago se produzca el Banco B espera, entre otras cosas, que la Minera M no asuma riesgos distintos a aquellos que afectan a los negocios y a las operaciones que desarrolla. El interés de los accionistas de la Minera M es obtener la máxima rentabilidad posible. Los accionistas pueden considerar que tal rentabilidad será obtenida a través de la explotación de la mina de oro o a través de la explotación de nuevas oportunidades de negocios.

amenaza. Obviamente los contratos celebrados con error, dolo e intimidación deben ser inválidos, pues el ordenamiento debe mitigar pérdidas (error) y desincentivar comportamientos oportunistas (dolo, intimidación). Ver: ESCOBAR, Freddy. "El Error en los Contratos". En: *Ius et Veritas* 35. 2007. pp. 28-48.

²⁵ A pesar de la redacción del artículo 207 del Código Civil, la parte que incurre en error puede exigir el pago de una indemnización si la contraparte advirtió el error. Ver: ESCOBAR ROZAS, Freddy. "Ineficacia y Responsabilidad: El Caso del Artículo 207 del Código Civil". En: *THÉMIS-Revista de Derecho* 49. 2004. pp. 153-160.

Si la Minera M opera íntegramente con el capital aportado por los accionistas, cualquier nuevo negocio que aquélla realice solo afectará a estos últimos, sea cual sea el resultado. Si el negocio genera ganancias, éstas serán repartidas entre los accionistas. Si el negocio genera pérdidas, éstas serán internalizadas por los accionistas. Pero si la Minera M opera (en parte) con el dinero entregado por el Banco B a título de préstamo, cualquier nuevo negocio que aquélla realice afectará al Banco B si el resultado es negativo. Si el negocio genera ganancias, éstas serán repartidas entre los accionistas; el Banco B no podrá exigir participación alguna en los beneficios. Si el negocio genera pérdidas considerables y la Minera M quiebra, aquéllas serán internalizadas por los accionistas y por el Banco B, en la medida en que este último no cobrará todo o parte de lo que aquélla le adeuda. Si la Minera M opera solo con el capital aportado por los accionistas, éstos construirán una tendencia al riesgo en base a sus preferencias conjuntas²⁶. Pero si la Minera M opera (en parte) con el dinero entregado por el Banco B, los accionistas tendrán incentivos para modificar la tendencia en cuestión y adoptar decisiones más riesgosas, en la medida en que gozan de la ventaja de tomar todas las ganancias que eventualmente se generen y transferir al Banco B parte de las pérdidas que eventualmente se generen.

Junto al riesgo de comportamiento oportunista se presentan riesgos que afectan a diversos componentes de la transacción ajenos al control de las partes, así como al entorno en el que ésta ha de ejecutarse. La Minera M puede sobreendeudarse. También puede perder activos valiosos. El precio del oro puede descender. La moneda en la que recibe sus ingresos se puede depreciar. El Estado puede imponer nuevos tributos al sector minero. Las comunidades que habitan el sector de influencia de la mina pueden impedir de facto la realización de las labores de explotación.

¿Mitiga el Código Civil estos riesgos? Solo algunos.

El Código Civil establece mecanismos dirigidos a disuadir la realización de ciertos comportamientos oportunistas. Los artículos 1428, 1429 y 1430 del Código Civil disponen que la parte afectada por un supuesto de incumplimiento puede dejar sin efecto el contrato y demandar el pago de una indemnización. Por su parte, el artículo 195 del Código Civil dispone que el acreedor afectado por ciertos actos de disposición patrimonial del deudor puede demandar su inoponibilidad.

El Código Civil, por otro lado, asigna ciertos riesgos a cada una de las partes contratantes. El artículo 1440 del Código Civil establece que si el valor de mercado del activo se aprecia o se deprecia de forma significativa por causa de un evento extraordinario e imprevisible, la parte perjudicada puede solicitar al juez la modificación de la contraprestación o la resolución del contrato. El artículo 1316 del Código Civil establece que si la prestación debida se torna imposible debido a un evento extraordinario, imprevisible e irresistible, la parte que debe ejecutarla queda dispensada sin responsabilidad alguna. Imaginemos que el deudor no está en condiciones de cumplir la prestación X a causa del evento Y. Si el deudor no logra probar la imposibilidad sobrevenida de dicha prestación ni la alteración significativa de su valor de mercado bajo los estándares exigidos por los artículos 1316 y 1440 del Código Civil, respectivamente, entonces no podrá excusarse de su obligación contractual. En este supuesto el riesgo de la ocurrencia del evento Y lo asume el deudor. En cambio, si el deudor logra probar la imposibilidad sobrevenida de la prestación X o la alteración significativa de su valor de mercado bajo los estándares exigidos por los artículos 1316 o 1440 del Código Civil, respectivamente, entonces podrá excusarse de su obligación contractual. En este supuesto el riesgo de la ocurrencia del evento Y lo asume el acreedor. Dependiendo de la configuración que tenga el evento Y, una de las partes asumirá las consecuencias adversas que dicho evento genera.

Al amparo del Código Civil, el Banco B puede protegerse contra el riesgo de no pago o contra el riesgo de disposición de activos valiosos. Sin embargo, el Banco B no puede aplicar el Código Civil para protegerse contra el riesgo de sobreendeudamiento o contra el riesgo de alteración del perfil de negocios o contra el riesgo de descalce de monedas o contra el riesgo de conflicto social.

V. CONTROL CONTRACTUAL DE RIEGOS

A. Respuesta de Mercado

Gracias a la interconexión de los mercados el desarrollo de fórmulas contractuales que ofrecen soluciones alternativas en materia de reducción y de distribución de riesgos es un fenómeno de alcance global. Probablemente este fenómeno haya sido iniciado en los mercados regulados por el *Common Law*.

²⁶ Generalmente, los accionistas de una empresa minera suelen tener neutralidad o aversión al riesgo; mientras que los accionistas de un fondo de inversión suelen tener preferencia al riesgo.

El *Common Law* impone a los trabajadores el deber de observar una conducta apropiada (*duty of good conduct*)²⁷. Por lo tanto, los trabajadores tienen que abstenerse de realizar comportamientos que generen riesgos o daños al empleador. La violación de este deber permite a los empleadores terminar la relación contractual de forma anticipada, sin responsabilidad alguna.

Las industrias de la moda, del entretenimiento y del deporte son particularmente sensibles al comportamiento de algunos de sus trabajadores. Basadas en evidencias empíricas²⁸, las empresas esperan que las características personales de modelos, artistas o deportistas (belleza, creatividad, credibilidad, etcétera.) definan la percepción de los consumidores respecto de los productos que ofrecen.

Un comportamiento contrario a los estándares de conducta legales o sociales puede resultar catastrófico para el posicionamiento de los productos asociados a la modelo, artista o deportista. Por tal razón, en el 2005 Chanel, H&M y Burberry no dudaron un instante en terminar sus contratos con Kate Moss una vez que la prensa divulgó fotografías de la modelo inhalando cocaína.

Durante los primeros años del siglo XX, las Cortes de los Estados Unidos de América mostraron un comportamiento errático respecto del alcance del *duty of good conduct*. Dependiendo del contexto político, en algunos casos aceptaron la aplicación de la terminación anticipada del contrato sin exigir prueba de un perjuicio material derivado del comportamiento inapropiado del empleado; en otros

casos, sin embargo, rechazaron la aplicación de la terminación anticipada del contrato debido a la inexistencia de dicho perjuicio²⁹.

Además de la incertidumbre sobre el criterio del perjuicio material, las empresas que deseaban invocar la violación del deber legal debían demostrar que existía una relación de carácter laboral y que el comportamiento del empleado era inapropiado en función de los intereses del empleador y de las circunstancias del caso.

Hacia 1920 Hollywood era testigo de varios escándalos protagonizados por estrellas de cine. El más famoso de esos escándalos tuvo como protagonista a Roscoe Arbuckle, comediante que acababa de suscribir un contrato por tres millones de dólares con Paramount Pictures. Arbuckle fue acusado y procesado por abusar física y sexualmente de Virginia Rappe. Este episodio generó el repudio del público y afectó los planes de negocio de Paramount Pictures.

A partir de esos escándalos las empresas de la industria cinematográfica decidieron elaborar sus propias *morals clauses* con el fin de superar las barreras legales de acceso al remedio de la terminación anticipada del contrato sin responsabilidad³⁰. Esas cláusulas imponían deberes explícitos de comportamientos a los artistas y permitían a los estudios cinematográficos terminar anticipadamente los contratos en caso de incumplimiento de alguno de esos deberes, sin necesidad de que los estudios prueben la existencia de daño material o de relación laboral. Con el transcurso del tiempo, estas cláusulas fueron adoptadas³¹

²⁷ "An employee owes a well-established common law duty to refrain from activities that may be detrimental to the employer's interests or otherwise devalue the performance due". Ver: KRESSLER, Noah B. "Using the Morals Clause in Talent Agreements". En: Columbia Journal of Law and the Arts 29. 2005. p.11.

²⁸ "Celebrity, and in particular athlete, endorsements are big business [...]. This study finds validation for the use of celebrity endorsers as an advertising strategy: a firm's decision to enlist an athlete endorser generally has a positive pay-off in brand-level sales—in an absolute sense and relative to the firm's competitors—and increases the firm's stock returns [...]. In addition, the findings reveal that an athlete's performance can affect the rewards gained by a firm over time: sales and stock returns jumped noticeably with each major championship won by the athlete. The focal brand's equity and the endorser's reputation drive both effects: endorsements between a top-ranked consumer-goods brand and a top-ranked athlete yield the largest increases in sales and stock returns". Ver: ELBERSE, Anita y Jeroen VERLEUN. "The Economic Value of Celebrity Endorsements". En: Journal of Advertisement Research 52. 2012. p. 164.

²⁹ En *Drayton v. Reid (1874)* y en *Adams v. Southern Pacific Co. (1928)* las cortes permitieron a los empleadores terminar anticipadamente los contratos a causa de comportamientos inapropiados de los empleados, sin exigir la prueba de un daño material. Sin embargo, en *Burt v. Catlin (1901)* y en *Herbert v Wood Dolson Co. (1920)* las cortes no permitieron a los empleadores terminar anticipadamente los contratos a causa de comportamientos inapropiados de los empleados en la medida en que los primeros no demostraron la existencia de daños materiales.

³⁰ "The inclusion of moral clauses in contracts can be traced to the aftermath of several Hollywood scandals of the early 1920s". Ver: HARMON, Amanda; FLEMING Marka y Gwendolyn Mc FADDEN-WADE. "Morality and Money: Contractual Morals Clauses as Fiscal and Reputational Safeguards". En: Journal of Legal Studies in Bussines 14. 2008. p. 2.

³¹ "Morals clauses, which are also referred to as public image, good-conduct, or morality clauses, are commonly used in the sports and entertainment industries to protect companies from being associated with a celebrity or athlete who has engaged on actions that could affect sales of products the athlete or celebrity is endorsing". Ver: HARMON, Amanda, FLEMING Marka y Gwendolyn Mc FADDEN-WADE. Óp. cit. p. 1.

y empleadas^{32,33} por la industria televisiva, la industria de la moda y la industria del deporte.

En la actualidad una típica *morals clause* usada en la industria del entretenimiento presenta la siguiente redacción:

“MISCONDUCT. If, in the opinion of ABC, Artist shall commit any act or do anything which might tend to bring Artist into public disrepute, contempt, scandal, or ridicule, or which might tend to reflect unfavorably on ABC, any sponsor of a program, any such sponsor’s advertising agency, any stations broadcasting or scheduled to broadcast a program, or any licensee of ABC, or to injure the success of any use of the Series or any program, ABC may, upon written notice to Artist, immediately terminate the Term and Artist’s employment hereunder. In the event ABC terminates Artist’s services pursuant to the provisions of this Paragraph, ABC shall be discharged from all obligations hereunder by making any and all payments earned and payable on account of services performed by Artist prior to such date of termination [...]. In addition to whatever other right ABC may have ABC may also remove Artist’s credit, if any, from all such programs on which such credit may appear”.

La *morals clause* representa un sustituto contractual de la doctrina del *duty of good conduct*, pues permite terminar anticipadamente el contrato sin responsabilidad en caso que la contraparte viole ciertos deberes de conducta. A diferencia de la doctrina del *duty of good conduct*, la *morals clause* determina con precisión qué comportamientos generan el derecho de terminar anticipadamente el contrato sin responsabilidad, sin exigir la prueba de un daño material. Si bien tanto la doctrina del *duty of good conduct* como la *morals clause* permiten terminar anticipadamente un contrato, los costos de activar una u otra son sustancialmente diferentes.

Así como la industria cinematográfica desarrolló un sustituto de la doctrina del *duty of good conduct*, la industria financiera y la industria de la banca de inversión desarrollaron sustitutos de diversas doctrinas legales relevantes en materia de riesgo contractual. Entre esos sustitutos destacan: las *representations and warranties*, los *covenants* y el *material adverse effect*.

B. Representaciones y garantías

La Inmobiliaria I es propietaria del terreno X. Sobre ese terreno ejecutará un proyecto de construcción de un edificio de oficinas de veinte pisos. El Fondo de Inversión F está interesado en invertir en el proyecto. Luego de prolongadas negociaciones el Fondo de Inversión F decide suscribir acciones emitidas por la Inmobiliaria I, pagando determinada prima.

Tiempo después de realizado el aporte de capital y de pagada la prima, la inmobiliaria y el fondo descubren que las normas municipales aplicables solo permiten construir en el terreno X un edificio de oficinas de quince pisos. Esto afecta el modelo de negocio del fondo. Dependiendo de una serie de factores, el fondo obtendrá retornos menores a los esperados o sufrirá pérdidas. Es obvio que de haber conocido esta circunstancia de forma oportuna, el fondo no habría decidido suscribir las acciones pagando la prima.

La parte compradora requiere tener información completa sobre el activo subyacente a fin de realizar una adecuada valoración. Sin esa información, la parte compradora corre el riesgo de sobrevalorar el activo en cuestión y, por tanto, de celebrar un contrato que reduzca la magnitud del retorno esperado o que, eventualmente, genere pérdidas.

La información (completa) sobre el activo subyacente no es, empero, la única relevante. En transacciones corporativas que no se ejecutan de forma inmediata e instantánea, las partes requieren obtener información adecuada sobre una serie de factores. Algunos se encuentran relacionados a su condición legal, económica y financiera; otros se encuentran relacionados al entorno en el que realizan sus negocios.

Para que el Fondo de Inversión F decida suscribir acciones de capital de la Minera M, sus administradores seguramente requerirán información sobre la situación legal de la Minera M, de la concesión sobre la mina de oro y de los activos productivos; información sobre el nivel de endeudamiento de la Minera M; información sobre las pólizas de seguro que cubren a los activos y las operaciones de la Minera M; información sobre el grado de cumpli-

³² “Supermodel Kate Moss’ advertising contracts with H&M, Chanel, and Burberry were all terminated pursuant to a morals clause, after photographs of her, reportedly snorting cocaine, surfaced in the media”. Ver: HARMON, Amanda; FLEMING, Marka y Gwendolyn Mc FADDEN-WADE. *Op. cit.* p. 12.

³³ “[...] the Washington Wizards basketball team invoked a morals clause in 2009-2010 to suspend its star player, Gilbert Arenas, after he brought guns into the stadium. Similarly, some merchandisers suspend their relationship with Tiger Woods in 2010 after the golfer acknowledged marital infidelities”. Ver: CUNNINGHAM, Lawrence. “Contracts in the Real World”. Cambridge: Cambridge University Press. 2012. p. 81.

miento de las normas tributarias, laborales y ambientales por parte de la Minera M; información sobre los flujos actuales y flujos proyectados de la Minera M; información sobre los costos de producción de la Minera M; etcétera.

Los sistemas legales occidentales contemplan normas que desincentivan el ocultamiento de información relevante. Los códigos civiles imponen el deber de actuar de buena fe. En base a ese deber y en función del tipo de transacción, una parte tiene el deber de revelar la información que la otra parte razonablemente requiera conocer para tomar una decisión eficiente. Los sistemas de derecho común, por su parte, imponen el deber de revelar información en base a una serie de factores: tipo de transacción, tipo de información, tipo de contratante, etcétera.³⁴

Ningún sistema legal, sin embargo, contempla una lista completa de los factores que las partes requieren conocer para tomar una decisión informada. Asimismo, ningún sistema legal asigna de forma clara el riesgo de desconocimiento de la información que debe ser revelada.

El Fondo de Inversión F puede demandar a la Inmobiliaria I por incumplimiento del deber de revelar la existencia de una norma que impide construir un edificio de oficinas de veinte pisos sobre el terreno X. La Inmobiliaria I puede alegar que desconocía la existencia de tal norma, por lo que el incumplimiento del deber en cuestión no fue imputable. El Fondo de Inversión F puede alegar que la Inmobiliaria I debió conocer todos los factores legales que afecten o puedan afectar al proyecto. La Inmobiliaria I puede alegar que el Fondo de Inversión F también debió conocer esos factores, pues estaba realizando una inversión en el proyecto. Ambas partes tendrán argumentos que respalden sus respectivas posiciones y los jueces decidirán, entre otras cosas, en fun-

ción de sus propias perspectivas sobre lo correcto, lo adecuado, lo proporcional, lo eficiente, lo usual, etcétera.

Si antes de suscribir el aumento de capital el Fondo de Inversión F hubiese requerido una declaración de la Inmobiliaria I que garantice que el proyecto inmobiliario es viable en términos legales, entonces el desconocimiento de la existencia de la norma citada por parte de esta última sería irrelevante. El fondo automáticamente podría solicitar la restitución del dinero entregado a título de aporte y de prima, así como el pago de una indemnización o penalidad (de haber sido pactada).

Las representaciones y garantías³⁵ son afirmaciones que cada una de las partes realiza en torno a ciertos hechos o situaciones con el fin de inducir a la otra parte a celebrar el contrato. Estas afirmaciones tienen la función de confirmar la veracidad de una serie de asunciones en base a las cuales cada una de las partes accede a realizar la transacción³⁶. Una típica cláusula de representaciones presenta la siguiente redacción:

“In order to induce A to enter into this Agreement and to make the Transaction, B makes the following representations [...]”.

Una cláusula de representaciones puede no indicar explícitamente que el propósito de la realización de las afirmaciones no es otro que inducir a la contraparte a celebrar el contrato. Esto, sin embargo, no afecta la función esencial de la cláusula en cuestión. Racionalmente, una parte solo puede efectuar afirmaciones sobre determinados aspectos de la operación para que la otra parte tome la decisión de celebrar el contrato.

La complejidad de la transacción es una función de la complejidad de los riesgos. Y la complejidad de los riesgos es una función de la complejidad de las

³⁴ “[...] courts are more likely to require the disclosure of latent, as opposed to patent, defects; [...] courts are more likely to require the disclosure of information that would update or correct previously disclosed information; [...] courts are more likely to require full disclosure between parties in a fiduciary or confidential relationship; (...) courts are more likely to require the disclosure of illegally or tortuously acquired information; [...] courts are more likely to require disclosure when the uninformed party is a buyer or lessee. In addition, [...] courts are swayed by the sympathetic nature of the uninformed party and the bad behavior of the informed party [...] Courts are significantly more likely to require disclosure when the uninformed party is sick, disabled, illiterate, or elderly, though still competent to contract. Also, courts are more likely to require disclosure when the informed party lied or told half-truths in the same transaction in which the omission occurred, or when the informed party took affirmative steps to conceal the withheld information”. Ver: KRAWIEC, Kimberly D. y Kathryn ZEILER. “Common-Law Disclosure Duties and the Sin of Omission: Testing the Meta-Theories”. En: *Virginia Law Review* 91. 2005. p. 1880.

³⁵ Las representaciones describen un estado de cosas. Las garantías aseguran que las representaciones son ciertas. Representaciones y garantías son empleadas de forma conjunta. Para fines de este artículo, las referencias a las representaciones incluirán a las garantías.

³⁶ “Representations are best viewed as affirmations by the borrower of facts or conclusions the lenders want to know are true. They are inserted into a credit agreement as a way to confirm the fundamental assumptions upon which the lenders agree to extend credit to the borrower”. Ver: WIGHT, Richard. Op. cit. p. 207.

representaciones. En otras palabras, mientras más compleja resulte la transacción, más compleja resultará la cláusula de representaciones.

Existen sin embargo, ciertas representaciones que en general se aplican a cualquier operación corporativa. En operaciones de financiamiento, la lista de representaciones usuales del prestatario incluye las siguientes:

Materia	Representación
Existencia	El deudor está debidamente constituido y cuenta con los títulos habilitantes para cumplir su objeto social y para realizar las operaciones y los negocios declarados en el contrato
Activos	El deudor mantiene sus activos en condiciones operativas y debidamente asegurados contra los riesgos usuales de la industria
Contratos	El deudor cumple todos los contratos celebrados con el banco, otras entidades financieras, etcétera.
Negocios	El deudor opera negocios que no se encuentran afectados por circunstancias que generen o puedan generar un efecto sustancialmente adverso
Procesos	El deudor no ha sido comprendido en investigaciones o procesos (administrativos, judiciales o arbitrales) que ocasionen o puedan ocasionar un efecto sustancialmente adverso
Normas	El deudor cumple (sustancialmente) con las normas aplicables a sus negocios y operaciones; en especial, con las normas laborales y tributarias
Finanzas	El deudor no tiene pasivos ni contingencias diferentes a los consignados en los estados financieros entregados al banco
Financiamiento	Los documentos del financiamiento no contravienen normas, sentencias, laudos, contratos, etcétera.

En operaciones de adquisición, la lista de representaciones usuales del vendedor incluye las siguientes:

Materia	Representación
Existencia	La empresa está debidamente constituida y cuenta con los títulos habilitantes para cumplir su objeto social y para realizar las operaciones y los negocios declarados en el contrato
Activos	La empresa mantiene sus activos en condiciones operativas y debidamente asegurados contra los riesgos usuales de la industria; los activos no están sujetos a cargas o gravámenes
Contratos	La empresa ha entregado al adquirente copia de todos los contratos (relevantes) celebrados con proveedores, clientes, etcétera.; la empresa cumple dichos contratos

Propiedad intelectual	La empresa es titular de todos los elementos de propiedad intelectual que emplea en sus negocios; no existen cargas o gravámenes sobre tales elementos
Normas	La empresa cumple (sustancialmente) con las normas aplicables a sus negocios y operaciones
Tributos	La empresa cumple con presentar todas las declaraciones, calcular los tributos correctamente y pagarlos de forma oportuna
Trabajadores	La empresa retendrá a los trabajadores clave identificados en el contrato
Procesos	Excepto por los revelados al adquirente, la empresa no está comprendida en investigaciones o procesos (judiciales, arbitrales o administrativos)
Finanzas	La empresa no tiene pasivos ni contingencias diferentes a los consignados en los estados financieros entregados al adquirente
Acciones	Las acciones han sido emitidas en cumplimiento de las normas aplicables; no existen acciones pendientes de emisión; no existen opciones u otros derechos respecto de las acciones; no existen cargas o gravámenes sobre las acciones; el transferente es titular de las acciones
Adquisición	Los documentos de la adquisición no contravienen normas, sentencias, laudos, contratos, etcétera.

La falsedad de las representaciones genera dos consecuencias. Primero, la parte afectada puede negarse a ejecutar la transacción. Por ejemplo, si el banco descubre que la celebración del contrato viola un *covenant* incluido en otro contrato celebrado por el prestatario, el banco puede negarse a efectuar desembolso solicitado por este último. Segundo, la parte afectada que ha ejecutado la transacción puede activar un mecanismo de terminación anticipada o de resolución. Por ejemplo, si el banco descubre una contingencia material no declarada por el prestatario, el banco puede acelerar el plazo de repago y exigir la restitución de las sumas desembolsadas.

Debido a las consecuencias que genera la falsedad de las representaciones, las partes suelen negociar arduamente sobre su extensión o alcance. Para la Minera M no es lo mismo (i) afirmar que no ha incurrido en incumplimiento de otros contratos que (ii) afirmar que no ha incurrido en incumplimiento de otros “contratos materiales”. Tampoco es lo mismo (i) afirmar que no tiene conocimiento de la existencia de procesos en su contra que (ii) afirmar que, “después de la debida revisión”, no tiene conocimiento de la existencia de procesos en su contra.

Los *qualifiers* son criterios cualitativos o cuantitativos que limitan el alcance de las representa-

ciones. El empleo de *qualifiers*, por tanto, reduce la exposición de la parte que realiza las representaciones.

Los *qualifiers* cualitativos se basan en el conocimiento o el impacto material. Por ejemplo, en lugar de afirmar que no existen contingencias distintas a las declaradas en el anexo 1 del contrato, el prestatario puede declarar (i) que “no conoce” contingencias distintas a las declaradas en el anexo 1 del contrato; o, (ii) que no existen contingencias distintas a las declaradas en el anexo 1 del contrato que puedan afectar “materialmente” su situación financiera.

Los *qualifiers* cuantitativos se basan en montos o porcentajes. Por ejemplo, en lugar de afirmar que no existen contingencias distintas a las declaradas en el anexo 1 del contrato, el prestatario puede declarar que no existen contingencias distintas a las declaradas en el anexo 1 del contrato cuyos montos individuales o globales superen (i) la suma de US\$ 1'000,000 ó (ii) el 5% de su patrimonio neto.

Debido a que los contratos corporativos no se ejecutan de forma inmediata e instantánea, la veracidad de las representaciones es exigible en diversos momentos. En una operación de financiamiento, las representaciones del prestatario han de ser ciertas, cuando menos, en el momento de la celebración del contrato (T) y en el momento del desembolso del préstamo (T+10). En una operación de adquisición, las representaciones del vendedor han de ser ciertas, cuando menos, en el momento de la celebración del contrato (T) y en el momento de la transferencia del activo (T+10).

Usualmente, la posibilidad de descubrir la falsedad de una representación se incrementa con el transcurso del tiempo. En efecto, salvo circunstancias excepcionales, la probabilidad de descubrir la existencia de contingencias materiales no declaradas es más alta en T+20 que en T+5. Evidentemente, la parte que realiza las representaciones desea limitar su responsabilidad; por tal razón, trata de reducir al máximo el ámbito de aplicación temporal de las representaciones³⁷.

Las representaciones carecen de relevancia si es que las partes no establecen un remedio en caso de incumplimiento. Recordemos que el remedio legal en caso de error o dolo es la anulación del

contrato y, eventualmente, el pago de una indemnización por los daños a la confianza.

Si la Inmobiliaria I declara que el proyecto inmobiliario es legalmente viable y el Fondo de Inversión F descubre la existencia de la norma que solo permite edificaciones de quince pisos después de haber efectuado el aporte de capital, el Fondo de Inversión F podrá demandar la anulación de la operación de suscripción de acciones y, por ende, la restitución de las sumas entregadas a la Inmobiliaria I. ¿Pero qué ocurre si el Fondo de Inversión F descubre la existencia de la referida norma antes de que sea exigible el aporte de capital en cuestión? El Fondo de Inversión F podrá demandar la anulación de la operación de suscripción de acciones, pero en tanto no exista una decisión judicial o arbitral firme que anule la operación en cuestión, la Inmobiliaria I tendrá derecho a exigir el aporte de capital. Este riesgo solo desaparece si el Fondo de Inversión F contempla un remedio apropiado para la falsedad de la declaración efectuada por la Inmobiliaria I.

En operaciones de financiamiento la falsedad de las representaciones otorga al prestamista (i) la facultad de suspender su obligación de efectuar el desembolso; (ii) la facultad de acelerar los plazos de repago; y, (iii) la facultad de resolver el contrato. En operaciones de adquisición la falsedad de las representaciones otorga al comprador (i) la facultad de suspender su obligación de pagar el precio; (ii) la facultad de exigir la recompra del activo a un precio determinado; y, (iii) la facultad de resolver el contrato. Por consiguiente, no importa en qué momento se descubre la falsedad de la representación. En cualquier caso el prestamista y el comprador tendrán un remedio disponible apropiado.

La cláusula de representaciones constituye un sustituto contractual de las doctrinas legales que imponen el deber de revelar información relevante en la etapa de negociación contractual. A diferencia de aquellas doctrinas, la cláusula de representaciones determina con precisión qué información ha de ser revelada, evitando de esta forma la discusión judicial o arbitral acerca del alcance del referido deber y de su aplicación al caso concreto.

Asimismo, a diferencia de aquellas doctrinas, la cláusula de representaciones otorga remedios que permiten reducir al máximo el riesgo de pérdida económica: la parte que descubre la falsedad de la

³⁷ “[...] [S]eller(s) will generally desire the representations and warranties to terminate at the closing (i.e., not to survive the closing so that they merely function as closing condition) or, if they do survive the closing, to survive only for a specified short period of time [...] Often parties will agree on some arbitrary period of survival, perhaps with a longer period for third-party claims [...] Ver: GINSBURG, Martin D. y Jack S. LEVIN. “Mergers, Acquisitions and Buyouts”. Volumen 4. Nueva York: Aspen. 2006. p. 21.

declaración puede válidamente negarse a ejecutar el contrato. Si ya lo ejecutó, puede resolverlo de forma extrajudicial. En ausencia de la cláusula de representaciones, la parte que descubre la falsedad tendría que probar que ésta es determinante de la voluntad, a efectos de anular el contrato. Y en tanto no logre una sentencia o laudo favorable, esa parte tendría que ejecutar sus obligaciones; de lo contrario, incurriría el incumplimiento.

C. *Covenants*

El Banco B otorga a la Minera M un préstamo no garantizado por USD 50 millones, con un año de gracia. El valor de los activos totales de la Minera M asciende a USD 100 millones. Dos meses después, el Fondo de Inversión F otorga a la Minera M un préstamo garantizado a la par por USD 35 millones. Los fondos provenientes de este segundo préstamo son invertidos en un proyecto que arroja pérdidas por USD 25 millones. Al cumplirse el periodo de gracia del primer préstamo el valor de los activos totales de la Minera M asciende a USD 75 millones.

En el transcurso de un año, el riesgo de contraparte se ha incrementado sustancialmente para el Banco B, pues su crédito por USD 50 millones está cubierto por activos valorizados en USD 40 millones. La pérdida de USD 25 millones y la garantía de USD 35 millones generan esta situación de cobertura deficiente.

La Inmobiliaria I ofrece a la Minera M la suma de USD 20 millones por dos terrenos que última tiene en la ciudad de Lima. Con esa suma, la Minera M podría prepagar alguno de los préstamos o desarrollar un nuevo proyecto. El retorno esperado de este nuevo proyecto es USD 20 millones. Este retorno se basa en la siguiente proyección: diez por ciento de probabilidad de que genere una rentabilidad de USD 20 millones y noventa por ciento de probabilidad de que no genere rentabilidad

alguna: $(10\%)(+USD\ 200\ MM) + (90\%)(USD\ 0) = USD\ 20\ MM$.

Si el nuevo proyecto es exitoso, el valor de los activos totales de la Minera M ascenderá a USD 255 millones: $USD\ 75\ MM + USD\ 200\ MM - USD\ 20\ MM$. Si el nuevo proyecto fracasa, el valor de los activos en cuestión ascenderá a USD 50 millones: $USD\ 75\ MM - USD\ 20\ MM$. En este último escenario, el Banco B tendrá una exposición de USD 50 millones contra activos por USD 15 millones, ya que la garantía del Fondo de Inversión F comprende activos por USD 35 millones.

Desde la perspectiva de los acreedores, no es racional de la Minera M use los fondos de la venta de los terrenos en el nuevo proyecto. Los acreedores tienen derecho a recibir, además del principal, un retorno a tasa fija. A diferencia de los accionistas, los acreedores no tienen la posibilidad de compensar las pérdidas que genere un proyecto en T+1 con las futuras ganancias que generen otros proyectos en T+5 ó en T+10. Por tal razón, los acreedores prefieren que la Minera M muestre aversión o neutralidad al riesgo. Dada la alta probabilidad de que el nuevo proyecto no genere ganancia alguna, para los acreedores de la Minera M es irracional que ésta lleve a cabo el proyecto en cuestión³⁸. Desde la perspectiva de los accionistas, sin embargo, no es irracional que la Minera M use tales fondos en el nuevo proyecto, pues aquéllos tomarán las ganancias en un escenario de éxito, mientras que el banco y el fondo tomarán las pérdidas en un escenario de fracaso³⁹. Por lo demás, los accionistas de la Minera M pueden compensar los resultados negativos de ese proyecto (T+1) con los resultados positivos de futuros proyectos (T+5 ó T+10). Por esta razón, los accionistas de la Minera M deciden vender los terrenos e invertir los USD 20 millones en el nuevo proyecto.

¿Puede el Banco B demandar a la Minera M por haber tomado todas estas decisiones?

³⁸ "The fundamental difference between debt and equity gives rise to a constant tension between lenders and shareholders. Lenders, being limited to a fixed and relatively low rate of return, want to ensure they receive that rate of return. More importantly, lenders want to get their principal back. Because their upside is limited, lenders have no chance to make a killing on one deal to compensate for losses on others. As a result, lenders want the borrower to be conservative and do nothing to jeopardize the lender's investment. Shareholders, on the other hand, enjoy unlimited profit potential if the business is successful. Where increased risk means increased potential for profit (as is often the case), shareholders have good reason to accept the increased risk. Even if the shareholders lose on this deal, they may well be able to make it up on the next one". Ver: LLOYD, Robert. M. "Financial Covenants in Commercial Loan Documentation: Uses and Limitations". Tennessee Law Review. Volumen 58. 1991. p. 335.

³⁹ "Corporations are legal fictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals [...] The corporation has an indefinite life and the set of contracts which comprise the corporation evolves over time: as the firm's investment opportunity set changes decisions are made about the real activities in which the firm engages and the financial contracts the firm sells. With risky bonds outstanding, management, acting in the stockholders' interest, has incentives to design the firm's operating characteristics and financial structure in ways which benefit stockholders to the detriment of bondholders. Because investment, financing, and dividend policies are endogenous, there are four major sources of conflict which arise between bondholders and stockholders [...]". Ver: SMITH, Clifford W. y Jerold B. WARNER. "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants". Journal of Financial Economics 7. 1979. p. 118.

Si el prestatario omite revelar información relevante al prestamista, éste puede, al amparo del artículo 210 del Código Civil, presentar una demanda de anulación de contrato y obtener la restitución de las sumas entregadas. Pero si el prestatario toma decisiones que generan sobre-endeudamiento o decisiones que generan una exposición altamente riesgosa, el prestamista no puede, en base a una norma legal, presentar demanda alguna.

Los sistemas legales occidentales priorizan los intereses de los propietarios sobre los intereses de los acreedores. En la medida en que la sociedad no sea insolvente, los accionistas tienen derecho a tomar decisiones con la finalidad de maximizar sus retornos, aun cuando estas decisiones incrementen los niveles de riesgo previamente asumidos por los acreedores. Solo cuando la sociedad se torna insolvente, la ley prioriza los intereses de los acreedores sobre los intereses de los accionistas, al otorgar a los primeros el control de la sociedad.

En una operación de adquisición, en tanto el vendedor no transfiera al comprador la titularidad de las acciones, aquél se encuentra legitimado para concurrir a la junta general de accionistas y ejercer sus derechos políticos sin restricción alguna. En una operación de préstamo, en tanto la empresa que recibe los fondos no se encuentre en situación de insolvencia, los accionistas están legitimados para concurrir a la junta general de accionistas y ejercer sus derechos políticos sin restricción alguna.

Las decisiones del vendedor y de los accionistas pueden ser positivas para el comprador y el banco, respectivamente. El vendedor puede votar por capitalizar las utilidades del ejercicio y fortalecer de

esta forma la capacidad financiera de la empresa emisora de las acciones objeto de la transacción (*target*). Del mismo modo, los accionistas pueden votar por capitalizar sus créditos frente a la empresa que toma la deuda y fortalecer de esta forma la capacidad financiera de esta última.

Existe, sin embargo, el riesgo de que esas decisiones sean nocivas para el comprador y el banco, según corresponda. El vendedor puede votar por distribuir las reservas acumuladas⁴⁰. Los accionistas pueden votar por vender un activo valioso, declarar dividendos y distribuirse el precio pagado⁴¹. Estas decisiones afectan los intereses del comprador y del banco. La distribución de las reservas acumuladas genera una reducción del patrimonio neto del *target*. Asimismo, la repartición del precio pagado por el activo transferido genera la reducción del patrimonio neto de la empresa que toma la deuda. El comprador se perjudica porque el precio pactado tomó en consideración la existencia de las reservas acumuladas. El banco se perjudica porque la tasa de interés pactada tomó en consideración la existencia del activo transferido.

Solo si el Banco B ha incluido ciertos *covenants* en el contrato de préstamo, aquél podrá obtener cierta protección frente a las decisiones de tomadas por Minera M en materia de endeudamiento y de inversiones.

Los *covenants* son deberes que una parte asume en beneficio de otra con la finalidad de reducir los riesgos derivados de los costos de agencia, esto es, de los costos de asimetría de información y de control que afectan a las relaciones entre agente (deudor, gerente) y principal (acreedor, accionista)^{42 43}.

⁴⁰ “[...] [T]he acquirer always has an interest in the business of the target, and in stock-for-stock deals and cash-and-stock deals, the target has a similar interest in the business of the acquirer. During the interim period, however, a party remains in control of its own business. There is thus a moral hazard problem: one party has control of its business, but that party bears either none (in a cash deal, if the merger closes) or only some (in a stock-for-stock or cash-and-stock deal, if the merger closes) of the risk associated with the business and so will tend to run the business suboptimally”. Ver: MILLER, Robert T. “The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements”. *William and Mary Law Review*. Volumen 50. 2007. p. 2038.

⁴¹ “Debt-equity conflict of interest intensify as leverage increases and, with it, the prospect of default on debt. New borrowing need not be implicated –leverage also increases if the firm’s value falls relative to its existing debt. Either way, rising leverage increases the probability [...] to make high-risk investments at the lenders’ expense”. Ver: BRATTON, William. “Bonds Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process”. *European Business Organization Law Review*. Número 7. 2006. p. 40.

⁴² “Covenants, which are designed to reduce the agency costs associated with conflicts of interest between creditors and shareholders, are a key component of debt contracts (...) covenants control the agency costs of debt by giving shareholders incentives to follow a firm value-maximizing policy via restrictions on managerial behavior”. Ver: CHRISTENSEN, Hans y Valeri NIKOLAEV. “Capital versus Performance Covenants in Debt Contracts”. *Journal of Accounting Research* 1. Volumen 50. 2012. p. 75. “The simple presence of the risk of borrower default and insolvency does not explain the existence of covenants (...) Information problems do. In particular, lenders cannot perfectly discern a borrower’s true financial condition. Lenders are also apprehensive of a borrower’s post-borrowing behavior that could undermine its ability to pay. As non-payment promises, covenants address these problems of adverse selection and moral hazard”. Ver: CHOI, Albert y George TRIANTIS. “Market Conditions and Contract Design: Variations in Debt Contracting”. *New York University Law Review*. Volumen 88. 2013. p. 57.

⁴³ “The simple presence of the risk of borrower default and insolvency does not explain the existence of covenants (...) Information problems do. In particular, lenders cannot perfectly discern a borrower’s true financial condition. Lenders are

Existen tres tipos de *covenants*: positivos, negativos y financieros. En términos generales, los primeros mitigan el riesgo de asimetría informativa⁴⁴; los segundos mitigan el riesgo de comportamiento oportunista⁴⁵; y los terceros mitigan el riesgo de una estructura financiera deficiente o de un performance deficiente⁴⁶.

Los *covenants* varían dependiendo de una serie de factores, entre los que se encuentran el tipo de transacción, el tipo de contraparte, el tipo de mercado, etcétera.⁴⁷. No obstante, existe un grupo de *covenants* que suele ser constantemente aplicado en transacciones de deuda y de adquisición.

En operaciones de financiamiento, usualmente el prestatario asume estos *covenants*:

Materia	Covenant
Existencia	Mantener títulos habilitantes para cumplir su objeto social y para realizar las operaciones y los negocios declarados en el contrato
Activos	Mantener activos en condiciones operativas y asegurados contra los riesgos usuales de la industria; no transferir, gravar o constituir derechos derivados sobre los activos
Capital	No efectuar operaciones de reducción de capital, adquisición de acciones de propia emisión y otras similares
Negocios	Mantener giro de negocio; no realizar operaciones de reorganización societaria ni de adquisición

Financiamientos	No otorgar financiamientos; no contraer nuevas deudas; no subordinar el financiamiento
Contratos	Cumplir contratos con terceros; no modificar contratos sustanciales; celebrar contratos con vinculadas en condiciones de mercado
Dividendos	No repartir dividendos en caso de incumplimiento
Decisiones materiales	No adoptar decisión alguna que altere de forma material los negocios, los activos, la situación legal, económica o financiera, etcétera.; o que provoque la falsedad de una representación; o que provoque un efecto sustancial adverso
Normas	Cumplir con las normas legales aplicables; en especial, con las impositivas
Información	Informar inmediatamente al banco en caso se inicie un proceso concursal, se embargue algún activo, se produzca un efecto sustancialmente adverso, etcétera.
Finanzas	Preparar estados financieros de acuerdo a determinada norma; enviar periódicamente estados financieros al banco

En operaciones de adquisición, usualmente el vendedor asume estos *covenants*.

Materia	Covenant
Existencia	Mantener títulos habilitantes para cumplir su objeto social y para realizar las operaciones y los negocios declarados en el contrato
Activos	No transferir ni gravar activos, salvo en el curso ordinario de los negocios

also apprehensive of a borrower's post-borrowing behavior that could undermine its ability to pay. As non-payment promises, covenants address these problems of adverse selection and moral hazard". Ver: CHOI, Albert y George TRIANTIS. "Market Conditions and Contract Design: Variations in Debt Contracting". New York University Law Review. Volumen 88. 2013. p. 57.

⁴⁴ "Once lenders have made (or purchased) loans under the credit agreement, they focus on monitoring the performance of the borrower. As a consequence credit agreements invariably require borrowers to supply reams of financial information and other data for the borrower and its subsidiaries, the more the better". Ver: WIGHT, Richard. Op cit. p. 310.

⁴⁵ "Covenants yield benefits by addressing problems arising from the private information held by the borrower. First, restrictive covenants constrain various forms of post-borrowing moral hazard, such as the inefficient risk-taking incentive of the borrower". Ver: TRIANTIS, George y CHOI, Albert. Op. cit. p. 58.

⁴⁶ "Capital covenants are formulated in terms of accounting information about sources and uses of capital, that is, balance sheet information only. Examples include restrictions on leverage, debt-to-equity, loan-to-value, debt-to-tangible net worth, and current ratios. In contrast, performance covenants consists of those covenants formulated in terms of current-period performance or efficiency ratios. Such covenants include interest coverage, fixed charge coverage, debt-to-earnings, and debt-to-cash flow ratios, as well as earnings (EBITDA) itself [...]. A notable distinction between the two types of covenants relates to the fact that capital covenants typically place explicit restrictions on a firm's minimum equity or maximum debt level, for instance, by requiring that the firm maintain certain leverage or net worth thresholds. Shareholders can ensure that such thresholds are respected by contributing additional equity capital or cutting back on dividend payments. Thus, capital covenants are not breached as long as shareholders are willing to participate in the firm's investments with their own capital. In contrast, performance covenants place no direct restrictions on the amount of a firm's debt; instead they require that a minimum performance (profitability) level be maintained. Under performance covenants a company can keep increasing the level of debt in its capital structure as long as its new investments are sufficiently profitable. However, a breach of performance covenants can rarely be avoided simply by contributing equity or cutting dividends". Ver: CHRISTENSEN, Hans y Valeri NIKOLAEV. Op. cit. p. 78.

⁴⁷ "[...] [M]any contract provisions -particularly, the non-boilerplate provisions- do vary significantly across parties and across time. While, for example, provisions in sovereign debt contracts might be rigid even in the face of undesirable judicial interpretation, covenants in commercial debt contracts vary considerably in their scope, intensity, and tightness across borrowers with different characteristics. There is clearly a significant degree of customization and malleability in covenant patterns over time". Ver: TRIANTIS, George y Albert CHOI. Op. cit. p. 52.

Capital	No efectuar operaciones de reducción de capital, adquisición de acciones de propia emisión y otras similares
Negocios	Mantener giro de negocio; no realizar operaciones de reorganización societaria ni de adquisición; conducir los negocios de acuerdo con el curso ordinario
Contratos	Cumplir contratos con terceros; no modificar contratos sustanciales; celebrar contratos con vinculadas en condiciones de mercado
Trabajadores	No efectuar cambios en la política de remuneraciones; retener a personal clave identificado en el contrato
Dividendos	No distribuir dividendos bajo forma alguna
Normas	Cumplir con las normas legales aplicables; en especial, con las impositivas
Financiamientos	No otorgar financiamientos; no contraer nuevas deudas
Tributos	Presentar todas las declaraciones, calcular correctamente los tributos y pagarlos oportunamente
Información	Informar inmediatamente al adquirente en caso se inicie un proceso concursal, se embargue algún activo, se produzca un efecto sustancialmente adverso, etcétera.
Acceso	Otorgar al adquirente acceso a libros corporativos, contables, registros, etcétera.
Finanzas	No modificar la norma de preparación de estados financieros

Los *covenants* positivos imponen costos, pero no restricciones materiales a la gestión de los negocios. Los *covenants* negativos, en cambio, sí imponen tales restricciones, pues están dirigidos a evitar el incremento del riesgo de comportamientos oportunistas. En las operaciones de financiamiento, por ejemplo, los *covenants* negativos

usualmente restringen la posibilidad de efectuar pagos a los accionistas, la posibilidad de tomar más deuda, la posibilidad de sustituir activos y la posibilidad de efectuar cambios en el giro de los negocios y de efectuar operaciones de reorganización. De este modo, el deudor (i) no puede entregar recursos a sus accionistas mediante la distribución de dividendos, la compra de acciones, la reducción de capital, etcétera.⁴⁸; (ii) no puede celebrar nuevos contratos de préstamo o emitir nuevos instrumentos de deuda⁴⁹; (iii) no puede vender activos distintos a los corrientes, ni constituir gravámenes sobre los mismos⁵⁰; y, (iv) no puede modificar su objeto social o realizar fusiones u otras operaciones de reorganización societaria⁵¹.

Existen razones válidas que justifican las restricciones. El Banco B otorga a la Minera M un préstamo no garantizado por USD 50 millones. El valor de los activos totales de la Minera M asciende a USD 100 millones. Por tanto, el *ratio* de cobertura del crédito del Banco B es 2:1. En caso de incumplimiento, el Banco B podrá recuperar la totalidad del monto desembolsado a la Minera M, pues ésta tiene activos susceptibles de embargo por un valor que duplica al monto en cuestión. Si la Minera M toma deuda del Fondo de Inversión F por USD 50 millones y no incrementa el valor de sus activos totales, el *ratio* de cobertura del crédito del Banco B será 1:1. En caso de incumplimiento, el Banco B no podrá recuperar la totalidad del monto desembolsado a la Minera M si es que el Fondo de Inversión F exige el repago del préstamo y uno de los activos de la Minera M declina ligeramente de valor. Del mismo modo, si la Minera M vende activos valorizados en USD 50 millones, el *ratio* de cobertura del crédito del Banco B será 1:1, pues si bien la Minera M no asume más deuda, reduce

⁴⁸ "Payout Covenants. This group is comprised of covenants limiting the borrower's ability to initiate distributions to its shareholders, either by formally announced dividends, spin-offs, stock repurchases, stock redemptions or otherwise. Payout covenants may limit distributions by the issue alone or may limit business group payouts, namely by subsidiaries and affiliates of the issuer". Ver: HAHN, David. "The Roles of Acceleration". En: DePaul Business & Commercial Law Journal 8. 2010. p. 232.

⁴⁹ "Capital structure covenants restrict the debtor's freedom to finance its business through relatively risky capital structures. This group includes covenants that limit the total debt a debtor may incur, either in a total amount or through assets to liabilities or current assets to current liabilities ratio, and covenants that limit the aggregation of debt through controlled subsidiaries. In addition, negative pledge clauses' are covenants that often curtail the debtor's practical ability to finance itself with additional debt. Negative pledge clauses protect the holders of unsecured debt, while secured debt is complemented by covenants restricting junior liens. By imposing the aforementioned limitations these covenants effectively design the firm's capital structure". Ver: Ibidem.

⁵⁰ "Asset Substitution Covenant. These covenants limit the firm from engaging in various transactions that may result in substitution of high risk and volatile assets for solid and low risk assets. Such transactions may include asset sales and investments by the borrower firm alone, or through its subsidiaries". Ver: Ibidem. p. 233.

⁵¹ "Event Risk Covenant. This group includes covenants that make substantial alterations of the firm's risk profile, initiated by the firm or a third party, in the event of a default. Alterations of the firm's risk profile include the acquisition of a certain percentage of the debtor's shares by a third party, a merger or consolidation, a change in the composition of the board of directors, or a repurchase by the borrower of certain percentage of its own shares. Change of control exacerbates the risk to other creditors when it involves a leveraged acquisition. Event risk covenants may be accompanied by a clause that entitles the creditors to contractual remedies only when they trigger a credit rating decline". Ver: Ibidem.

sus activos⁵². Si se produce un incumplimiento, el Banco B no podrá recuperar la totalidad del monto desembolsado a la Minera M si uno de los activos de la Minera M declina ligeramente de valor.

Para no verse afectado por estas decisiones de la Minera M, el Banco B incluye en el contrato de préstamo dos *covenants* negativos que establecen lo siguiente:

“The Borrower will not, and will not permit any Subsidiary to, create, incur, assume, or permit to exist any Debt, except (a) Debt created hereunder, (b) Debt existing on the date hereof, (c) Debt of the Borrower to any Subsidiary and of any Subsidiary to the Borrower, and (d) other Debt that in an aggregate principal amount not exceeding X”.

“The Borrower will not, and will not permit any Subsidiary to, sell, transfer, lease or otherwise dispose of (in one transaction or in a series of transactions) any of its assets (in each case, whether now owned or hereafter acquired)”.

Todo *covenant* negativo es, en principio, positivo para el acreedor, en la medida en que reduce algún riesgo derivado de los costos de agencia. Es posible, sin embargo, que en determinados casos un *covenant* negativo resulte demasiado rígido y restrinja la toma de decisiones que sean beneficiosas para el deudor y neutrales para el acreedor. En esos casos, los costos (totales) pueden exceder los beneficios (totales)⁵³.

La prohibición de entregar recursos a los accionistas es deseable porque los acreedores deben tener prioridad frente a los propietarios. Si esa prioridad no existe, los propietarios tendrán incentivos (perversos) para adoptar decisiones altamente riesgosas, en la medida en que los acreedores se verán forzados a internalizar (por lo menos parcialmente) las potenciales pérdidas. La prohibición de modificar el giro de sus negocios es deseable porque el Banco B decidió conceder el préstamo en base a la evaluación de riesgo de la Minera M como empresa operadora de una mina de oro. Esa evaluación no solo determinó la

viabilidad de la operación sino también la tasa de interés aplicable. Si la Minera M cambia de giro de negocio, las razones por las cuales el Banco B decidió conceder el préstamo a la tasa pactada desaparecen. Si la Minera M se fusiona o participa en otra operación de reorganización societaria, el Banco B necesitará efectuar una nueva evaluación de riesgo para determinar la viabilidad de la operación así como la tasa de interés aplicable, de ser el caso.

¿Pero qué ocurre si la Minera M genera utilidades por USD 25 millones? Esa cantidad representa el 50% de la deuda con el Banco B. Si la Minera M no ha incumplido obligación alguna derivada del contrato, parece razonable permitir que reparta, cuando menos, una parte de esa cantidad a sus accionistas. ¿O qué ocurre si la Minera M desea fusionarse con una subsidiaria y absorberla? Si la Minera M reporta estados financieros consolidados, cumple con todos los *ratios* financieros previstos en el contrato y no se encuentra en situación de retraso en el pago de las cuotas, parece razonable permitir la fusión.

A fin de evitar que los costos de los *covenants* negativos sean excesivos, las partes usualmente incluyen *carve-outs* o excepciones.

El reparto de dividendos y la operación de fusión no implicarán violación alguna del contrato si los *covenants* presentan los siguientes *carve-outs*:

“The Borrower will not, and will not permit any Subsidiary to, declare or make, or agree to pay or make, directly or indirectly, any Dividend Payment. **The Borrower however may declare and pay X so long as no Default exists or would result therefrom**”. [Énfasis agregado].

“The Borrower will not, and will not permit any Subsidiary to, merge into or consolidate with any other Person, or permit any other Person to merge into or consolidate with it; **except that any Subsidiary may merge into the Borrower in a transaction in which the Borrower is the surviving corporation**”. [Énfasis agregado].

⁵² Desde una perspectiva contable, la venta de los activos es neutral, ya que supone un simple intercambio de bienes: activos por dinero. Desde una perspectiva de riesgo, sin embargo, la venta de los activos no es neutral, pues la posibilidad del acreedor de controlar el uso del dinero por parte del deudor es, en los hechos, nula.

⁵³ “While beneficial, covenants impose three types of offsetting costs. First, the covenant restrictions may be over-inclusive and constrain the borrower’s flexibility to take good, as well as bad, actions. Second, the transfer of control to the lender upon default may destroy going concern value because of the lender’s inefficient incentives to forego risky but profitable projects and to liquidate the borrower’s assets. Third, although the parties may avoid this inefficiency by renegotiation, the renegotiation process can be costly. Indeed, financial thresholds are commonly tripped, even in the absence of financial distress, so that renegotiation is often necessary. Similarly, collateral imposes two types of costs. First, it raises the cost of future borrowing and may impede the financing of profitable projects. Second, the secured lender’s enforcement against the collateral may threaten to destroy synergies and going-concern value, or necessitate costly renegotiation”. Ver: TRIANTIS, George y Albert CHOI. Óp. cit. p. 58

La clasificación de *covenants* positivos y negativos es relativa. Algunas veces se puede obtener el mismo resultado de forma indistinta a través de acciones positivas y negativas.

Si la Minera M otorga hipoteca sobre activos valorizados en USD 50 millones para garantizar la deuda con el Fondo de Inversión F, este último pasa a ser un acreedor preferente frente al Banco B en caso que la Minera M quiebre. Obviamente, el Banco B tendrá interés en impedir tal cosa. ¿Qué mecanismos puede emplear para que el Fondo de Inversión F no se convierta en acreedor preferente? El Banco B puede incluir un *covenant* negativo que impida a la Minera M otorgar garantías a favor de otros acreedores⁵⁴. Este *covenant* es denominado *negative pledge* y presenta la siguiente redacción estándar:

“The Borrower will not, and will not permit any Subsidiary to, create, incur, assume or permit to exist any Lien on any property or asset owned or hereafter acquired by it, or assign or sell any income or revenues (including accounts receivable) or rights in respect of any thereof”.

El Banco B puede, sin embargo, incluir otro *covenant*, que en lugar de impedir que la Minera M otorgue garantías a favor de otros acreedores, obligue a aquélla a conceder al Banco B garantías similares a las concedidas a tales acreedores. Este *covenant* es denominado *equal and ratable sharing clause* y presenta la siguiente redacción estándar:

“The Borrower will not itself, and will not permit any Subsidiary to, incur, issue, assume, or guarantee any Debt secured by any Lien on any Property, without effectively providing that all amounts payable by the Borrower to the Lender hereunder shall be secured equally and ratably with (or prior to) such secured Debt, so long as such secured Debt shall be so secured”.

El *negative pledge covenant* y la *equal and ratable sharing clause* protegen el mismo interés, aunque de modo distinto.

Un *covenant* protege a la parte acreedora del contrato. Pero también protege a terceros que tengan intereses alineados con esa parte. Por ejemplo, el *negative pledge covenant* pactado por el Ban-

co B también protege al Fondo de Inversión F. En algunos casos, sin embargo, un *covenant* puede perjudicar a un tercero competidor. El Fondo de Inversión F otorgó a la Minera M un préstamo garantizado a la par. Dependiendo del valor de mercado que tenga el activo garantizado en determinado momento, el Fondo de Inversión F puede requerir la constitución de garantías adicionales. Para evitar que la Minera M tenga que obtener la autorización de otros acreedores financieros para constituir las referidas garantías, el Fondo de Inversión F incluye en el contrato de préstamo el siguiente *negative - negative pledge covenant*:

“The Borrower will not itself, and will not permit any Subsidiary to, directly or indirectly, enter into, incur, or permit to exist any agreement that prohibits, restricts or imposes any condition upon the ability of the Borrower or any Subsidiary to create, incur or permit to exist any Lien upon any of its properties or assets.”

Este *covenant* obliga a la Minera M a no aceptar en otros contratos de préstamo un *negative pledge covenant*. Si la Minera M cumple con este *covenant*, entonces no tendrá impedimento alguno de constituir garantías adicionales a favor del Fondo de Inversión F cuando éste así lo requiera.

¿Qué ocurre si la Minera M decide incumplir el *negative - negative pledge covenant* y aceptar en un contrato de préstamo un *negative pledge covenant*?

El incumplimiento de un *covenant* genera, *per se*, la posibilidad de aplicar los diversos remedios. En operaciones de financiamiento, esos remedios son la suspensión del desembolso, el vencimiento anticipado del plazo de repago o la resolución del contrato. En operaciones de adquisición esos remedios son la suspensión del pago del precio, la resolución del contrato, la restitución del precio pagado o la recompra del activo⁵⁵. En consecuencia, ante el incumplimiento del *negative - negative pledge covenant*, el Fondo de Inversión F podrá exigir a la Minera M el repago inmediato del préstamo.

Los contratos corporativos suelen contener cláusulas de *cross-default*, que permiten considerar incumplido un contrato cuando la contraparte incumple otros contratos similares en términos cualitativos o cuantitativos. El sustento de la cláusula

⁵⁴ Los *covenants* son pactos contractuales que solo tienen eficacia entre las partes. Por tal razón, son válidos y exigibles. El artículo 882 del Código Civil solo prohíbe aquellos pactos que pretendan restringir, con alcance *erga omnes*, la facultad de transferir o de gravar bienes.

⁵⁵ “Debt covenants are promises whose breach triggers default, acceleration of principal and matured interest, and the right of the lender to enforce its claim to the accelerated debt against the borrower’s assets”. Ver: TRIANTIS, George y Albert CHOI. Óp. cit. p. 57.

sula en cuestión es la percepción de incremento de riesgo. Si la Minera M incumple el contrato celebrado con el Fondo de Inversión F, ¿qué razón existe para que no incumpla los contratos celebrados con terceros? Los acreedores no suelen tener información perfecta acerca de las razones por las cuales el deudor decide incumplir un contrato celebrado con un tercero. Por tal razón, aquéllos muchas veces asumen que el deudor tiene problemas estructurales y, que por tanto, existe un riesgo de incumplimiento masivo. Ante tal riesgo, desean tener la opción de poder dejar sin efecto sus contratos, recuperar lo pagado, ejecutar las garantías y evitar la enojosa situación de ser parte de una junta de acreedores. En consecuencia, el incumplimiento del *negative - negative pledge covenant* puede generar, por efecto de las cláusulas de *cross-default*, consecuencias económicas serias para la Minera M (iliquidez, insolvencia, etcétera).

Los esquemas contractuales que emplean *covenants* constituyen mecanismos que alteran la distribución legal de ciertos riesgos, en la medida en que permiten que una de las partes deje de cumplir el contrato o resuelva el contrato, según corresponda, en caso que se presente un evento riesgoso que, desde la perspectiva legal, no debe generar efecto alguno. Los esquemas contractuales que emplean *covenants* reducen, por otro lado, las barreras legales de acceso a mecanismos de autoprotección. Al amparo del artículo 1426 del Código Civil, una parte solo puede dejar de ejecutar la prestación si la otra parte no ejecuta la contraprestación y si, además, la prestación y la contraprestación son de cumplimiento simultáneo. Los esquemas en cuestión permiten suspender la ejecución de todas las obligaciones contractuales ante la violación de cualquier *covenant*, sin que interese (i) si la contraprestación se encuentra o no comprometida o (ii) si se presenta o no una situación de ejecución simultánea.

D. Efecto Material Adverso

La Minera M se encuentra en una situación financiera delicada. Tiene deudas por USD 85 millones frente al Banco B y al Fondo de Inversión F. Tiene activos totales por el valor de USD 50 millones, pues el proyecto desarrollado con los ingresos de la venta de los terrenos no generó ganancia alguna. La Minera M tiene un nuevo proyecto en cartera, pero después del fracaso del proyecto anterior los accionistas prefieren vender la operación. El Fondo de Inversión F percibe una oportunidad de negocio. Por un lado, conoce a la Minera M y al

mercado local. Por el otro, ha tenido experiencias exitosas desarrollando proyectos similares al que la Minera M tiene en cartera. Por esas razones, el Fondo de Inversión F envía una oferta de compra por el 100% de las acciones del capital de la Minera M. Después de un periodo intenso de negociaciones, en T el fondo y los accionistas de la minera celebran un contrato de adquisición de la totalidad de las acciones representativas del capital de esta última. La transferencia de las acciones está sujeta a que en T+90 se cumplan una serie de condiciones precedentes: capitalización de créditos de los accionistas, renovación de contratos sustanciales con comercializadores de oro y aprobación de un plan de remediación ambiental por parte de la autoridad competente.

Dentro del plazo pactado los accionistas logran cumplir todas las condiciones precedentes; no obstante, los estados financieros de la Minera M cerrados a T+90 reflejan una pérdida de USD 10 millones, causada por menores ingresos por variaciones en el tipo de cambio y por mayores costos de operación. Por consiguiente, el valor de la Minera M disminuye.

¿Puede el Fondo de Inversión F resolver el contrato de adquisición?

El derecho contractual se sustenta en un principio fundamental: *pacta sunt servanda*. Este principio adoptado por todos los sistemas legales occidentales establece que los contratos deben cumplirse en los términos pactados. ¿Qué ocurriría si la ley no abrazara este principio? Las personas tendrían incertidumbre sobre el valor de sus contratos, ya que la ley no obligaría a las partes a cumplir lo que han ofrecido. Para mitigar esa incertidumbre las personas celebrarían contratos al contado por S/X o contratos al crédito por $S/X+10$. La primera estrategia eliminaría el riesgo de incumplimiento, pero reduciría el número de transacciones en el mercado, pues pocas personas tienen la capacidad de adquirir ciertos bienes (viviendas, automóviles, etcétera.) sin crédito alguno. La segunda estrategia compensaría el riesgo de incumplimiento con el pago de una prima ($S/10$), pero de igual modo reduciría el número de transacciones en el mercado, pues todo incremento en el precio afecta la demanda. La reducción del número de transacciones en el mercado afectaría la producción y, por tanto, el empleo, la recaudación fiscal, la inversión privada, etcétera. El resultado final sería el estancamiento del crecimiento económico, cuando no su contracción⁵⁶.

⁵⁶ "For most of history the economy stayed much the same size. Yes, global production increased, but this was due mostly to demographic expansion ante settlement of new lands. Per capita production remained static. But all that changed in

El principio *pacta sunt servanda* elimina la incertidumbre legal sobre el cumplimiento de lo ofrecido y, por ende, reduce los costos de transacción. A pesar de la trascendental importancia del principio *pacta sunt servanda*, los sistemas legales occidentales permiten incumplir los contratos en ciertas situaciones. Los códigos civiles excusan el incumplimiento de los contratos por imposibilidad sobrevenida de la prestación, excesiva onerosidad de la prestación y frustración sobrevenida de la causa. Los sistemas de derecho anglosajón excusan el incumplimiento de los contratos por *impracticability* o *frustration*. La doctrina de la *impracticability* se aplica cuando eventos extrínsecos imprevisibles generan que la ejecución de la prestación se torne imposible o excesivamente dificultosa⁵⁷. La doctrina de la *frustration* se aplica cuando eventos extrínsecos imprevisibles destruyen el valor de la contraprestación, frustrando de ese modo el propósito del contrato⁵⁸. En términos generales, mientras la primera doctrina protege a la parte que debe entregar bienes y servicios; la segunda doctrina protege a la parte que debe entregar dinero⁵⁹.

El Fondo de Inversión F no puede aplicar la doctrina de la imposibilidad sobrevenida de la prestación⁶⁰, ni la doctrina de la frustración de la causa. Tanto la transferencia de las acciones como el pago del precio son posibles. Por otro lado, el intercambio de acciones por precio es legalmente viable, de modo que la causa de la transacción se mantiene inalterada. ¿Puede el Fondo de Inversión F aplicar la excesiva onerosidad? No, pues ni los menores ingresos por variaciones del tipo de cambio ni los mayores costos operativos constituyen circunstancias provocadas por eventos extraordinarios e imprevisibles.

Si el contrato de transferencia de acciones estuviese sometido al *Common Law*, el Fondo de In-

versión F no podría aplicar la doctrina de la *impracticability*, pues la ejecución de la prestación a su cargo no se ha tornado imposible ni extremadamente dificultosa. ¿Podría el Fondo de Inversión F aplicar la doctrina de la *frustration*? Tampoco. Esta doctrina exige que un evento exógeno y extraordinario destruya el valor de la contraprestación y frustre de ese modo el propósito principal del contrato. La pérdida de la Minera M disminuye el valor de las acciones, pero no lo destruye. Por otro lado, dicha pérdida no es ocasionada por un evento extraordinario.

Solo si el Fondo de Inversión F ha incluido una cláusula de *material adverse effect* en el contrato de adquisición, aquél podrá excusarse del contrato celebrado con la Minera M.

Usualmente, la cláusula de efecto material adverso presenta la siguiente redacción:

“MATERIAL ADVERSE EFFECT shall mean, with respect to the Target, an effect, event, development or change that is materially adverse to the business, results of operations, assets, liabilities, or financial condition of the Target and the Target Subsidiaries, taken as a whole”

La cláusula de efecto material adverso es una cláusula de definición, en la medida en que se limita a describir en qué casos las partes considerarán que el referido efecto se ha producido. Los casos en cuestión presentan un factor común: producen el declive del valor de la empresa cuyas acciones representativas de capital son objeto de la operación de adquisición (*target*).

La definición de efecto material adverso es instrumental. Las partes la incluyen en el contrato con el único propósito de establecer, como condición

the modern age. In 1500, global production of good and services was equal to about \$250 billion; today it hovers around \$60 trillion. More importantly, in 1500 annual per capita production averaged \$550, while today every man, woman and child produces, on average, \$8,800 a year. What accounts for this stupendous growth? (...) Over the last 500 years the idea of progress convinced people to put more and more trust in the future. This trust created credit; credit brought real economic growth; and growth strengthened the trust in the future and opened the way for even more credit”. Ver: HARRI, Yuval. “Sapiens. A Brief History of Humankind”. Nueva York: Harper Collins. 2015. pp. 305 y 310.

⁵⁷ “The impracticability doctrine will excuse a party from performing (or paying damages) when events or changed circumstances make performance impossible or exceedingly difficult”. Ver: SCHWARTZ, Andrew A. “Standard Clause Analysis” of Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause”. En: UCLA Law Review 57. 2010. p. 800.

⁵⁸ “The frustration doctrine is closely related to the impracticability doctrine, but is conceptually distinct. Frustration serves to excuse a contracting party from performing not because it has become more difficult or impossible to perform (as in the case of impracticability), but rather because the other party’s counterperformance has become worthless [...] Doctrinally the frustration defense may be seen as consisting of four elements: the party seeking to be excused must show that (1) its principal purpose in making the contract was (2) totally frustrated (or nearly so) by an (3) extraordinary and (4) exogenous event”. Ver: SCHWARTZ, Andrew A. Óp. cit. pp. 802-804.

⁵⁹ “In general, while impracticability operates to the advantage of parties that are bound to furnish goods, land, services, or some similar performance, frustration operates to the advantage of parties that are to pay money in return of those performances”. Ver: Ibid. p. 802.

⁶⁰ Tampoco puede aplicar la doctrina del caso fortuito, pues no existe evento extraordinario, imprevisible e irresistible que impida al Fondo de Inversión F pagar el precio o a los accionistas de la Minera M transferir las acciones.

precedente para la adquisición, la no ocurrencia de casos que afectan el valor del *target*⁶¹.

En efecto, la cláusula de condiciones precedentes usualmente presenta la siguiente redacción:

“The obligation of the Purchaser to effect the transaction contemplated by this Agreement shall be subject to the satisfaction at or prior to the Closing Date of the following conditions: [...] No Material Adverse Effect shall have occurred”.

En consecuencia, si se presenta un caso que impacte de forma material en los negocios, los resultados operativos, los activos, las deudas o la condición financiera del *target*, el adquirente, al amparo de la cláusula de condiciones precedentes, tiene el derecho de excusarse de la adquisición.

Generalmente, la cláusula de efecto material adverso omite establecer cuándo la pérdida de valor del *target* es “material”. En algunos casos, sin embargo, las partes logran incluir algún factor cuantitativo que define cuándo la pérdida del valor del *target* es material. Este es el caso, por ejemplo, de la cláusula que establece el efecto será “material” cuando supere la suma de USD X o el X% del patrimonio neto del *target*.

¿Por qué razón la cláusula presenta estas dos modalidades?

El mundo legal está habitado por reglas y por estándares. Las reglas establecen *ex ante* qué se debe hacer o qué no se debe hacer. La norma que dispone que no se debe conducir en la Calle C a más de 50 kilómetros por hora contiene una regla, pues los conductores saben, desde un primer momento, que incurrirán en una situación de incumplimiento si conducen a 51 kilómetros por hora. Los estándares establecen *ex post* qué se debe hacer o qué no se debe hacer. La norma que dispone que en la Calle C se debe conducir a una velocidad prudente contiene un estándar, pues los conductores no saben, desde un primer momento, que incurrirán en una situación de incumplimiento si conducen a 51 kilómetros por hora. La

configuración de dicha situación dependerá de la interpretación que tenga el juez sobre el concepto “velocidad prudente”. Esa interpretación estará basada en los hechos particulares de cada caso (por ejemplo, ¿el demandado conducía de día o de noche?). Por lo tanto, solo después de concluido el respectivo proceso judicial, un conductor sabrá si 51 kilómetros por hora es “velocidad prudente”.

La negociación de las reglas es costosa, pues las partes tienen que fijar factores de orden cuantitativo (por ejemplo, A debe subsanar los potenciales incumplimientos en un plazo de 15 días). Su aplicación, empero, no es costosa, pues el juez solo tiene que contrastar esos factores con los hechos del caso (por ejemplo, ¿en qué plazo A subsanó el incumplimiento?). La negociación de los estándares, por el contrario, no es costosa, pues las partes tienen que fijar factores cualitativos (por ejemplo, A debe subsanar los potenciales incumplimientos en un plazo razonable). Su aplicación, empero, sí es costosa, pues el juez primero tiene que definir el factor cualitativo (por ejemplo, en este caso un plazo razonable es 20 días) y luego tiene que comparar el resultado de esa definición con los hechos del caso (por ejemplo, ¿en qué plazo A subsanó el incumplimiento?)⁶².

Cuando las partes poseen información que razonablemente permita establecer *ex ante* la magnitud de la materialidad, aquéllas emplearán una regla. Si el Fondo de Inversión F y la Minera M pueden anticipar que una pérdida de USD 5 millones será material tanto en T+1 como en T+90, entonces diseñarán la cláusula de efecto material adverso bajo el formato de regla y forzarán a la corte a establecer que una pérdida de USD 5 millones es material en T+90, aun cuando en ese momento el patrimonio neto de la Minera M ascienda a USD 250 millones. Cuando las partes no poseen información que razonablemente les permita establecer *ex ante* la magnitud de la materialidad, aquéllas emplearán un estándar y dejarán que las cortes fijen *ex post* tal magnitud. Si el Fondo de Inversión F y la Minera M no pueden anticipar que una pérdida de USD 5 millones será material tanto en T+1 como en T+90, entonces diseñarán la cláusula de efecto material

⁶¹ “In short, the basic purpose of the MAC clause is to allow the purchaser to walk away from the transaction if the value of the seller changes in a sufficiently material and adverse manner”. Ver: ELKEN, Andrew. “Rethinking the Material Adverse Change Clause in Merger and Acquisition Agreements: Should the United States Consider the British Model?”. En: Southern California Law Review 82. 2009. p. 295.

⁶² “The choice between telling police to issue [...] warnings and telling police not to coerce the defendant into talking is an example of choosing between rules and standards. Asking whether there was coercion at the police office station amounts to the use of standard: it requires someone—in this case, the judge—to apply the law to all the facts and make a judgment about whether the standard was satisfied [...] warnings are different because they amount to a rule. Either they were given or they weren’t, and once the factual question is settled there usually isn’t any judgment to exercise [...] That is the general difference between a rule and a standard: the consequences of a rule are triggered once we settled the facts; a standard requires a judgment about the facts before it kicks in”. Ver: FARNSWORTH, Ward. “The Legal Analyst”. Chicago-Londres: The University of Chicago Press. 2007. pp. 163-164.

adverso bajo el formato de estándar y dejarán que la corte establezca si una pérdida de USD 5 millones en T+90 es material⁶³. Dependiendo de si el patrimonio neto de la Minera M es USD 10 millones o USD 250 millones en T+90, la pérdida de USD 5 millones será o no material.

Al adquirente no le interesará ejecutar la adquisición si el valor del *target* disminuye. Por esta razón, el adquirente tratará de que la cláusula de efecto material adverso sea amplia, de modo que no restrinja las causas de declive del valor del *target*. Al transferente, por el contrario, le interesará ejecutar la adquisición si el valor del *target* disminuye. Por tal razón, el transferente tratará de que la cláusula de efecto material adverso contemple *carve-outs*, esto es, supuestos que restrinjan las causas de declive del valor del *target*.

La complejidad de los *carve-outs* dependerá del factor que domine el mercado: oferta o demanda. En un mercado de demanda, una cláusula de efecto material adverso limitada por *carve-outs* usualmente presenta la siguiente redacción:

“MATERIAL ADVERSE EFFECT means, with respect to the Company, an effect, event, development or change that is materially adverse to the business, results of operations or financial condition of the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole; *provided, however, that in no event shall any of the following, alone or in combination, be deemed to constitute, nor shall any of the following be taken into account in determining whether there has been, a Material Adverse Effect:* (a) a decrease in the market price or trading volume of Company Common Shares (but not any effect, event, development or change underlying such decrease to the extent that such effect, event, development or change would otherwise constitute a Material Adverse Effect); (b) (i) changes in conditions in the U.S. or global economy or capital or financial markets generally, including changes in interest or exchange rates; (ii) changes in applicable Law or general legal, tax, regulatory

or political conditions of a type and scope that, as of the date of this Agreement, could reasonably be expected to occur, based on information that is generally available to the public or has been Previously Disclosed; or (iii) changes generally affecting the industry in which the Company and the Company Subsidiaries operate; *provided, in the case of clause (i), (ii) or (iii), that such changes do not disproportionately affect the Company and the Company Subsidiaries as compared to other companies operating in the industry in which the Company and the Company Subsidiaries operate;* (c) changes in GAAP; (d) the negotiation, execution, announcement or pendency of this Agreement or the transactions contemplated hereby or the consummation of the transactions contemplated by this Agreement, including the impact thereof on relationships, contractual or otherwise, with customers, suppliers, vendors, lenders, mortgage brokers, investors, venture partners or employees; (e) earthquakes, hurricanes, floods, or other natural disasters; (f) any affirmative action knowingly taken by Parent or Purchaser that could reasonably be expected to give rise to a Material Adverse Effect (without giving effect to this clause (f) in the definition thereof); (g) any action taken by the Company at the request or with the express consent of any of the Buyer Parties; (h) failure by the Company or the Company Subsidiaries to meet any projections, estimates or budgets for any period prior to, on or after the dates of this Agreement (but not any effect, event, development or change underlying such failure to the extent such effect, event, development or change would otherwise constitute a Material Adverse Effect); (i) any deterioration in the business, results of operations, financial condition, liquidity, stockholders' equity and/or prospects of the Company and/or the Company Subsidiaries substantially resulting from circumstances or conditions existing as of the date of this Agreement that were generally publicly known as of the date of this Agreement or that were Previously Disclosed; (j) any litigation or regulatory proceeding set forth in the Company Disclosure

⁶³ “A precise rule is “noisy.” It is inevitably under and over-inclusive relative to the underlying contractual purpose it is designed to serve. But it also restricts the court’s discretion more severely and thus reduces ex post enforcement costs. With a precise rule, the parties are increasing their investment in front-end transaction costs, but by reducing the role of the court in litigation, back-end enforcement costs will decline. At the same time, the parties are exploiting their informational advantage (they know their contractual ends and have the right incentives to choose the best means to achieve them), but they are sacrificing the hindsight advantage that a court might have. A vague standard, on the other hand, has less noise because it can be custom-tailored ex post to promote the parties’ contractual ends. Since the parties cannot foresee all contingencies, they can use vague contract terms to delegate to a court the task of completing the contract ex post. But vague terms increase enforcement costs because the parties will be able to introduce further evidence to support their competing positions on whether the standard is satisfied. It follows that parties will choose a precise term when they believe that tailoring to their private information is more important than hedging against the possible negative effects of future contingencies on contract performance. Alternatively, when contractual obligations are highly contingent on the realized state of the world and less dependent on the parties’ private information, parties will be more inclined to use vague standards”. Ver: KRAUS, Jody S. y Robert E. SCOTT. “Contractual Design and the Structure of Contractual Intent”. En: New York University Law Review 84. 2009. pp. 1071-1072.

Schedule (but only to the extent of the specific claims and allegations comprising such litigation or regulatory proceeding existing as of the date of this Agreement; and (k) any action, claim, audit, arbitration, mediation, investigation, proceeding or other legal proceeding (in each case whether threatened, pending or otherwise), or any penalties, sanctions, fines, injunctive relief, remediation or any other civil or criminal sanction solely resulting from, relating to or arising out of the failure by either the Company or the Reporting Subsidiary to file in a timely manner its Annual Report". [Énfasis agregado].

Aun cuando la cláusula de efecto material adverso contemple un estándar, la protección que otorga al adquirente es más eficiente que aquella que ofrecen las doctrinas legales de la excesiva onerosidad y de la *frustration*. En efecto, la cláusula solo exige un impacto "material" o "relevante" en el valor del *target*. Si el contrato está sujeto a un sistema de derecho civil, la parte que invoque la cláusula no requiere demostrar que la pérdida de valor del *target* es "excesiva"; ni que esa pérdida fue provocada por un evento extraordinario e imprevisible. La cláusula permite excusarse de la adquisición si la pérdida de valor es suficientemente relevante para afectar la decisión de adquisición de una parte razonable⁶⁴, aun cuando el evento que ocasione tal pérdida sea ordinario y previsible. No es necesario, en consecuencia, demostrar una pérdida "excesiva", "inusitada"⁶⁵; provocada por un acontecimiento extraordinario e imprevisible.

Si el contrato está sujeto a un sistema de derecho común, la parte que invoca la cláusula no tiene que demostrar que el propósito principal de la adquisición fue frustrado por un evento extraordinario ajeno a las partes. La cláusula permite excusarse de la adquisición aun cuando la pérdida de valor del *target* no tenga una magnitud tal que afecte el propósito en cuestión. La causa que ocasiona tal pérdida, por otro lado, puede o no ser extraordinaria⁶⁶.

VI. INTERPRETACIÓN

A. Jardine, Tyson

El 30 de septiembre de 1987 Bearn Stearns Cos. (BS) y Jardine Strategic Holdings Ltd. (Jardine) acordaron que esta última adquiriría el 20% de las acciones del capital de la primera. El precio acordado ascendía a USD 400 millones. Este precio estaba basado en una valoración de USD 23 por acción. La transferencia de las acciones estaba sujeta a una serie de condiciones precedentes. El 19 de octubre de 1987 los mercados fueron sacudidos por el Black Monday⁶⁷. Ese día el valor de la acción de BS descendió hasta USD 10. Hacia finales de ese mismo mes, BS reconoció una pérdida de USD 18.3 millones. Días después, BS reconoció una pérdida adicional de USD 100 millones. Ante el deterioro de la situación financiera de BS, Jardine decidió aplicar la siguiente cláusula:

"Notwithstanding any other provisions of the Offer, the purchaser (...) may terminate or amend the Offer if at any time on or after September 30, 1987 and prior to the time of payment of any such Shares any of the following events shall occur and remain in effect: (a) any change shall have occurred or been threatened, other than as contemplated in the Transaction Agreement in the business, properties, assets, liabilities, condition (financial or otherwise), operations or results of operations of the Company or any of its subsidiaries taken as a whole (...) [that] has material adverse significance with respect to the value of the Shares to the Purchaser".

El 1 de enero de 2001 IBP, Inc. (IBP) y Tyson Foods, Inc. (Tyson) acordaron que esta última adquiriría el 50,1% de las acciones del capital de la primera. El precio pactado ascendía a USD 1.6 billones. Este precio estaba basado en una valoración de USD 30 por acción. La transferencia de las acciones estaba sujeta a ciertas condiciones precedentes. Durante el primer trimestre del año, las ganancias de IBP ascendieron a USD 0.19 por acción, cuando de-

⁶⁴ "In determining whether an adverse event is material courts generally adopt the objective standard of what a reasonable purchaser would view as being material". ALEXANDER, Joseph B. "The Material Adverse Change Clause". En: *The Practical Lawyer* 51. 2005. p. 13.

⁶⁵ "La ragione del remedio è individuata da dottrina e giurisprudenza dominanti nel sopravvenuto squilibrio patrimoniale che consegue ad una alterazione del rapporto di valore tra le due prestazioni (o per l'eccessivo aumento dell'una o [...] per l'eccessiva diminuzione dell'altra)". Ver: GAZZONI, Francesco. "Manuale di Diritto Privato". Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane. 1998. p. 962.

⁶⁶ "Like the frustration doctrine, the MAC clause excuses an acquirer from performing when its purpose in entering the merger agreement—to acquire a profitable or synergistic target—has been frustrated. But the MAC clause changes the default frustration doctrine by employing the term "material", thereby establishing a standard lower than the "total" or "complete" loss of value that the common law would ordinarily demand". Ver: SCHWARTZ, Andrew A. *Op. cit.* pp. 821-822.

⁶⁷ En el Black Monday el Dow Jones Industrial Average sufrió una caída de 500 puntos, generando pérdidas por un trillón de dólares. El Black Monday afectó a todos los mercados y fue causado por disputas internacionales sobre fluctuación de divisas, tasas de interés, inflación, etcétera.

bían ascender a USD 1.93 por acción según las proyecciones compartidas con Tyson. Por otro lado, IBP tuvo que reconocer una reducción de USD 64.5 millones en el valor contable del *goodwill*. Ante el deterioro de la situación financiera de IBP, Tyson decidió aplicar una cláusula que le otorgaba el derecho de terminar la operación en caso que se produjera un efecto material adverso. La cláusula que activaba el derecho en cuestión presentaba la siguiente redacción:

“any event, occurrence or development of a state of circumstances or facts which has had or reasonably could be expected to have a Material Adverse Effect [...] on the condition (financial or otherwise), business, assets, liabilities or results of operations of [IBP] and [its] Subsidiaries taken as a whole.”

¿Cuáles son los factores comunes en estos dos casos?

A pesar de las pérdidas que afectaron a ambos *targets*, las cortes no permitieron la aplicación de las cláusulas de efecto sustancial adverso. Las cortes señalaron que las pérdidas, aun cuando relevantes, eran temporales y, por tanto, no generaban cambios materiales adversos en la situación financiera de los *targets*.

El razonamiento del entonces Vice Canciller Leo E. Strine Jr., en *IBP v. Tyson*, es ilustrativo:

“Merger contracts are heavily negotiated and cover a large number of specific risks explicitly. As a result, even where a [MAC] condition is as broadly written as the one in the Merger Agreement, that provision is best read as a backstop protecting the acquiror from the occurrence of unknown events that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner. A short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of a reasonable acquiror”

Desafortunadamente, las interpretaciones de las cláusulas de efecto material adverso parecen estar guiadas por la doctrina de la *frustration*, en la medida en que requieren que las pérdidas del *target* sean de largo plazo y, por tanto, frustren el

propósito de la operación. Sin embargo, exigir que el efecto material adverso ocasione la frustración del propósito de la operación supone privar de utilidad y sentido a la cláusula de efecto material adverso y, por tanto, violentar la voluntad de las partes contratantes⁶⁸. No es racional suponer que las empresas invierten tiempo y recursos para negociar cláusulas que repliquen, con palabras distintas, las soluciones legales disponibles por *default*. El desarrollo de las cláusulas de reducción y de distribución de riesgos parte de la premisa opuesta: la necesidad y el deseo de inaplicar las soluciones legales en cuestión. Por lo tanto, resulta un contrasentido interpretar los alcances de la cláusula de efecto sustancial adverso a la luz de la doctrina legal de la *frustration*.

B. Contexto y propósito

No es posible interpretar sin entender el contexto, sin tomar en cuenta el propósito. Los contratos corporativos son negociados por partes relativamente sofisticadas, con capacidad para influir en la redacción de las cláusulas contractuales. Esas partes no solamente tienen acceso a asesoría especializada; también tienen acceso al conocimiento colectivo desarrollado por las industrias en las que operan.

En algunos casos las cláusulas de los contratos corporativos guardan similitudes con las normas legales, pues crean mecanismos para reducir ciertos riesgos. Sin embargo, las cláusulas en cuestión suelen presentar diferencias relevantes con relación a las normas indicadas. Esas diferencias se traducen en requisitos más simples para obtener remedios más complejos. En otros casos las cláusulas de los contratos corporativos alteran la asignación legal de ciertos riesgos, permitiendo que los referidos contratos terminen anticipadamente en caso que se presenten circunstancias que, en aplicación de la ley, resultan “ordinarias” y, por ende, neutrales.

El propósito de diseñar cláusulas que contemplen remedios más extensos bajo requisitos menos costosos o que establezcan una distribución particular de riesgos no es otro que evitar la aplicación de ciertas normas legales: las que definirían los derechos de las partes en ausencia de tales cláusulas. Por consiguiente, no es racional interpretar las cláusulas referidas a la luz de las normas in-

⁶⁸ “[...] the materiality standard has been interpreted by courts to be so demanding that -absent a cataclysm if biblical proportions- it cannot be met [...] the common law frustration doctrine already provides an escape for an acquirer if the target experiences a catastrophe during the executor period, so the courts’ interpretation of materiality unwittingly renders the MAC clause nothing more than a mere restatement of a common law. This interpretation does violence to the foundational principles of freedom of contracts and to the interpretative rule that contracts should be read so as not to render any term meaningless”. Ver: SCHWARTZ, Andrew A. Óp. cit. p. 828.

dicadas. Si el intérprete considera que la cláusula de efecto material adverso solo se aplica si es que la pérdida de valor del *target* es “excesiva”, aquél estará desconociendo la voluntad de las partes de no sujetar el riesgo de pérdida de valor del *target* al Código Civil⁶⁹.

Las cláusulas de los contratos corporativos han de ser interpretadas por oposición a las normas legales. Esto implica que el intérprete ha de tomar en consideración dichas normas solo para descartar que las cláusulas en cuestión recogen los mecanismos legales de reducción o de distribución de riesgos. Las normas legales, entonces, solo sirven, en este contexto, para definir negativamente el contenido y el alcance de las cláusulas de los contratos corporativos.

Si las normas legales no pueden ser tomadas en consideración para definir positivamente a las cláusulas de los contratos corporativos, ¿cómo interpretarlas? Literalmente. Las cláusulas indicadas son negociadas palabra por palabra, frase por frase. Cada término contribuye a generar una distribución específica de riesgos. No es lo mismo afirmar (a) que la empresa no tiene deudas impagas que afirmar (b) que la empresa, a “leal saber y entender” del vendedor, no tiene deudas impagas. La primera afirmación contempla una regla; la segunda un estándar. No existe error de redacción si en la cláusula de representaciones el vendedor afirma, por un lado, que la empresa no tiene deudas tributarias impagas; y, por el otro, que a su “leal saber y entender”, la empresa no tiene contingencias ambientales. Debido a la diferencia del costo de monitorear el cumplimiento de las obligaciones tributarias y ambientales, las partes intencionalmente configuran una representación basada en una regla y una representación basada en un estándar.

Ciertamente, los abogados que redactan las cláusulas pueden cometer errores, por lo que la interpretación literal puede conducir a contradicciones. Solo si esto ocurre el intérprete ha de guiarse por otros métodos de interpretación admitidos por el derecho contractual. ¶

BIBLIOGRAFÍA

Legislación

Decreto Legislativo 295 (Código Civil).

Doctrina

ALEXANDER, Joseph B. “The Material Adverse Change Clause. The Practical Lawyer”. Volumen 51. Número 5. 2005.

AYRES, Ian. “Optional Law. The Structure of Legal Entitlements”. Chicago-Londres: The University of Chicago Press. 2005. p. 147.

BEN-SHAHAR, Omri y Carl E. SCHNEIDER. “More Than You Wanted to Know. The Failure of Mandate Disclosure”. Princeton: Princeton University Press. 2014.

BLUM, Brian. “Contracts”. Nueva York: Aspen Publishers. 2004.

BRATTON, William. “Bonds Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process”. En: European Business Organization Law Review 7. 2006.

CHOI, Albert y George TRIANTIS. “Market Conditions and Contract Design: Variations in Debt Contracting”. New York University Law Review. Volumen 88. 2013.

CHRISTENSEN, Hans y Valeri NIKOLAEV. “Capital versus Performance Covenants in Debt Contracts”. Journal of Accounting Research 1. Volumen 50. 2012.

CUNNINGHAM, Lawrence. “Contracts in the Real World”. Cambridge: Cambridge University Press. 2012.

ELBERSE, Anita y Jeroen VERLEUN. “The Economic Value of Celebrity Endorsements”. Journal of Advertisement Research. Junio. 2012.

ELKEN, Andrew. “Rethinking the Material Adverse Change Clause in Merger and Acquisition Agreements: Should the United States Consider the British Model?”. Southern California Law Review. Volumen 82. 2009.

ESCOBAR, Freddy. “Entendiendo el Mercado: la Contratación Estandarizada como forma de Mitigar los Problemas de Insatisfacción y de Selección Adversa”. En: SÚMAR, Óscar (editor). Ensayos sobre Protección al Consumidor. Lima: Universidad del Pacífico. 2011.

⁶⁹ “It is not reasonable to conclude that sophisticated parties to merger agreements, who spend considerable resources drafting and negotiating MAC clauses, intend them to do nothing more than restate the default rule. Instead courts should recognize that the MAC clause, as a standard clause analog of the frustration doctrine, is intended to contract around –not reiterate– that doctrine”. Ver: SCHWARTZ, Andrew A. Op. cit. p. 828.

- ESCOBAR, Freddy. "La Fuerza del Mercado de Capitales. Un Ensayo sobre los Catastrophe Bonds". *Ius et Veritas* 40. 2010.
- ESCOBAR, Freddy. "Manifiesto sobre la Reforma del Código Civil y sobre el Trabajo de la Comisión Reformadora". *THĒMIS-Revista de Derecho* 60. 2011.
- ESCOBAR, Freddy. "El Caso Elliott y el Dilema de la Cláusula Pari Passu en la Deuda Soberana: entre el Holdout y el Default Estratégico". *Ius et Veritas* 42. 2011.
- ESCOBAR, Freddy. "El Error en los Contratos". *Ius et Veritas* 35. 2007.
- ESCOBAR, Freddy. "Ineficacia y Responsabilidad: El Caso del Artículo 207 del Código Civil". *THĒMIS-Revista de Derecho* 49. 2004.
- FARNSWORTH, Ward. "The Legal Analyst". Chicago-Londres: The University of Chicago Press. 2007.
- GAZZONI, Francesco. "Manuale di Diritto Privato". Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane. 1998.
- GINSBURG, Martin D. y Jack S. LEVIN. "Mergers, Acquisitions and Buyouts". Nueva York: Aspen. Volumen 4. 2006.
- GULATI, Mitu y Robert E. SCOTT. "The 31/2 Minute Transaction. Boilerplate and the Limits of Contract Design". Chicago-Londres: The University of Chicago Press. 2013.
- HAHN, David. "The Roles of Acceleration". *DePaul Business & Commercial Law Journal*. Volumen 8. 2010.
- HARARI, Yuval. "Sapiens. A Brief History of Humankind". Nueva York: Harper Collins. 2015.
- HARMON, Amanda; FLEMING Marka y Gwendolyn Mc FADDEN-WADE. "Morality and Money: Contractual Morals Clauses as Fiscal and Reputational Safeguards". *Journal of Legal Studies in Bussines*. Volumen 14. 2008.
- KRAUS, Jody S. y Robert E. SCOTT. "Contractual Design and the Structure of Contractual Intent". *Nueva York University Law Review*. Volumen 84. 2009.
- KRAWIEC, Kimberly D. y Kathryn ZEILER. "Common-Law Disclosure Duties and the Sin of Omission: Testing the Meta-Theories". *Virginia Law Review*. Volumen 91. 2005.
- KRESSLER, Noah B. "Using the Morals Clause in Talent Agreements". *Columbia Journal of Law and the Arts*. Volumen 29. 2005.
- KRONMAN, Anthony. "Mistake, Disclosure, Information and the Law of Contracts". *Journal of Legal Studies*. Volumen 7. 1978.
- LLOYD, Robert. M. "Financial Covenants in Commercial Loan Documentation: Uses and Limitations". *Tennessee Law Review*. Volumen 58. 1991.
- MILLER, Robert T. "The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements". *William and Mary Law Review*. Volumen 50. 2007.
- MONATERI, Pier Giuseppe. "Le Fonti delle Obbligazioni". Turín: UTET. 1998.
- ROPPO, Vincenzo. "Il Contratto". Milan: Dott. A. Giuffrè Editore. 2001.
- SCOTT, Baker y Kimberly D. KRAWIEC. "Incomplete Contracts in a Complete Contract World". *Florida State University Law Review*. Volumen 33. 2006.
- SEPE, Simone. "Good Faith And Contract Interpretation: A Law And Economics Perspective". *Siena Memos and Papers in Law & Economics - SIMPLE Paper 42/06*. 2010. pp. 18-19. En: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086323.
- SMITH, Clifford W. y Jerold B. WARNER. "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants". *Journal of Financial Economics* 7. 1979.
- WEIDEMAIER, Mark; SCOTT, Robert y Mitu GULATI. "Origin Myths, Contracts, and the Hunt for Pari Passu". *Law & Social Enquiry* 1. Volumen 38. 2013.
- WIGHT, Richard. "The LSTA's Complete Credit Agreement Guide". Nueva York: Mc Graw Hill. 2009.

Jurisprudencia

- Drayton v. Reid (1874).
- Adams v. Southern Pacific Co. (1928).
- Burt v. Catlin (1901).
- Herbert v. Wood Dolson Co. (1920).