

ARBITRAJE EN FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS

ARBITRATION IN MERGERS AND ACQUISITIONS

Sergio García Long*
Fernández & Vargas Abogados

Arbitration is a mechanism to solve conflicts different to the judicial system. It characterizes for being private, flexible and specialized. For those reasons, arbitral clauses are preferred in diverse types of contracts, especially in commercial contracts.

In this article, the author develops the application of contract clauses, originated on Common Law, on a Civil Law context, specifically on merger and acquisition contracts, and how they had been interpreted in arbitration in Peru. Also, the article analyzes which are the applicable rules of these American clauses on Peruvian law and which rules, imperative or not, must be considered while incorporating these clauses on the contract.

KEY WORDS: *Mergers and acquisitions agreements; arbitration; representations and warranties; non-binding agreements, signing and closing.*

El arbitraje es un medio de solución de conflictos distinto a la vía judicial. Se caracteriza por ser privado, flexible y especializado. Es por ello que las cláusulas arbitrales son preferidas en diversos contratos, en especial en los mercantiles.

En el presente artículo, el autor desarrolla la aplicación de las cláusulas contractuales propias del Common Law en un contexto del Civil Law, concretamente en contratos de fusiones y adquisiciones y cómo las mismas han sido interpretadas en arbitrajes en el Perú. También se analiza cuáles son las normas aplicables a estas cláusulas americanas en la ley peruana, y qué normas, supletorias e imperativas, se deben tener en cuenta al momento de incorporarlas en el contrato.

PALABRAS CLAVE: *Contratos de fusiones y adquisiciones; arbitraje; declaraciones y garantías; acuerdos no vinculantes; firma y cierre del contrato.*

* Abogado. Profesor adjunto en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Asociado del Estudio Fernández & Vargas Abogados. Contacto: garcialong@gmail.com.

I. INTRODUCCIÓN

El arbitraje en el Perú es el mecanismo de resolución de conflictos preferido en el mundo comercial. Virtualmente, todos los contratos mercantiles contienen un convenio arbitral, por el cual las partes excluyen el foro judicial para la solución de sus controversias. Son tres, a nuestro parecer, las razones por el cual se prefiere al arbitraje por encima del Poder Judicial: (1) los arbitrajes son privados mientras que los juicios son públicos, (2) el arbitraje suele ser más flexible y expeditivo que los juicios, y sobre todo (3) los casos son resueltos por árbitros y no jueces, los cuales se encuentran más especializados para resolver controversias comerciales.

Con relación a la tercera razón, la especialidad es uno de los principales atractivos del arbitraje. Por ejemplo, un abogado con amplia experiencia como asesor de compañías en el sector energético puede a la misma vez participar como árbitro en alguna controversia que involucre temas contractuales en el sector energético. Un abogado especialista en hidrocarburos puede estar listado en alguna cámara de comercio para ser designado como árbitro en controversias relacionadas al sector hidrocarburos. De esta manera se evita que controversias muy particulares sean resueltas por personas que no tienen la experiencia necesaria.

Sin embargo, en Latinoamérica y, en concreto, en el Perú, el arbitraje enfrenta ciertos desafíos cuando se trata de resolver controversias derivadas de contratos corporativos como las fusiones y adquisiciones. Debido a la americanización del Derecho de Contratos, en el Perú y en el resto de países pertenecientes a la familia del *Civil Law*, se ha estandarizado el modelo americano en los contratos de fusiones y adquisiciones. Es decir, se ha importado la estructura contractual americana, las instituciones contractuales americanas e incluso la forma de redacción (*drafting*) de las cláusulas contractuales. De esta forma, en países del *Civil Law* como el Perú se pactan contratos de fusiones y adquisiciones como si los mismos se estuvieran celebrando bajo ley estadounidense.

Este fenómeno de importación de figuras jurídicas foráneas se justifica en el hecho que los códigos civiles no se encuentran elaborados para regular transacciones complejas que: (a) se caracterizan por la innovación contractual; (b) que tienen por objeto del contrato no un bien mueble o un bien inmueble, o un bien tangible o intangible, o un conjunto de bienes, sino un grupo de relaciones

jurídicas que involucran a diversas partes que se encuentra conectadas por un nexo de contratos llamado “empresa”; y (c) en donde tales contratos tienen como función principal no la asunción de obligaciones sino la transferencia eficiente de riesgos entre las partes, con el objetivo final de adquirir el control societario sobre la empresa (*target*¹).

Por tales razones, los abogados de fusiones y adquisiciones utilizan el esquema contractual americano como sustituto de las instituciones civilistas reguladas en los códigos (Coates, 2015, p.6). Esta contraposición que surge de la aplicación de institutos contractuales del Common Law a países del *Civil Law* da lugar a una de las tareas más importantes a cargo de los abogados de fusiones y adquisiciones. No solo basta con conocer cómo funcionan los contratos americanos de fusiones y adquisiciones, y qué es lo que dice el código civil respectivo, sino más importante es identificar aquellas normas supletorias indeseadas y sobre todo las normas imperativas que impedirán que las partes puedan pactar cláusulas contractuales americanas en países del *Civil Law*.

Como es evidente, si las partes no se ponen de acuerdo respecto a cómo interpretar una cláusula contractual americana bajo ley de un país del *Civil Law*, entonces las partes tendrán que acudir a un tercero dirimente para que resuelva la controversia. En el caso peruano, todos los contratos de fusiones y adquisiciones sometidos a ley peruana contienen un convenio arbitral.

Particularmente en el Perú, podemos identificar dos aspectos que complican la resolución de conflictos sobre fusiones y adquisiciones por parte de tribunales arbitrales bajo ley peruana: (1) la falta de doctrina y jurisprudencia respecto a cómo entender el derecho contractual financiero, y (2) la contraposición entre derecho civil y derecho corporativo.

Para la adquisición de una empresa, las partes suelen regular detalladamente la etapa de las negociaciones, para lo cual realizarán el respectivo *due diligence* con el objetivo de conocer todos los aspectos legales, contables, financieros, entre otros, que le resten o aumente valor al *target*, se pactarán acuerdos vinculantes (confidencialidad y exclusividad) y no vinculantes (*non-binding agreements*) (las partes no están obligadas legalmente a celebrar un contrato definitivo). Si las partes llegan a celebrar el contrato definitivo, esto no quiere decir que las partes estén obligadas a ejecutar sus prestaciones. Podría distinguirse entre la fecha de firma (*signing date*) y la fecha de cie-

¹ El término *target* es usado para referirse a la empresa que se adquirirá (también denominada como sociedad objetivo).

re (*closing date*), en el cual el cierre se producirá siempre y cuando se cumplan todas las condiciones precedentes pactadas (*conditions precedent*). Las partes también pueden pactar determinadas obligaciones (*covenants*) que garanticen que el valor del *target* no se deteriorará entre la firma y el cierre, y determinadas declaraciones y garantías (*representations & warranties*) que protejan al comprador frente a la materialización de contingencias y pasivos ocultos no identificados y declarados. Finalmente, las partes pueden pactar la ausencia de un cambio/efecto material adverso (MAC/MAE) como condición al cierre del contrato, el cual está pensado para capturar cualquier riesgo que no pueda obtener cobertura en virtud de las demás cláusulas contractuales. Una vez que se produce el cierre, el comprador aún tendrá la posibilidad de accionar contra el vendedor frente a deterioros en el *target* siempre y cuando pruebe el incumplimiento de las declaraciones y garantías y la procedencia del pago de un monto dinerario por concepto de daños conforme a la cláusula de indemnidades (*indemnities*).

Como vemos, la estructura contractual de un contrato de adquisición de empresa es distinto al simple *iter* contractual compuesto por la negociación, celebración y ejecución de los contratos. Además, dentro de esta estructura contractual se utilizan instituciones contractuales no reguladas de manera supletoria por el Código Civil. Incluso, las cláusulas contractuales son redactadas como lo redactaría un abogado americano. Toda esta realidad contractual no ha sido objeto de atención por la doctrina peruana.

Si bien la literatura peruana respecto al derecho contractual financiero ha ido creciendo en los últimos años (Escobar, 2013; Soto, 2015; García Long, 2016), aún son escasos los estudios dedicados a explicar cómo funciona el derecho contractual financiero y a identificar cuáles son los obstáculos legales del Código Civil para el pacto de instituciones contractuales americanas. En el mismo sentido, es escasa la jurisprudencia arbitral respecto a contratos corporativos y financieros, y, sobre todo, los pocos laudos que se han emitido hasta el momento bajo ley peruana dejaron sin efecto las instituciones contractuales americanas que se pactaron. Esto se debe a la falta de comprensión de las instituciones contractuales americanas y a su consecuente aplicación incorrecta en ordenamientos civilistas como el Perú: ¿Se tratan de instituciones contractuales nuevas? ¿Existe alguna figura civilista preexistente al que pueda reconducirse la figura

contractual americana? ¿Son aplicables las normas supletorias e imperativas del Código Civil peruano? ¿Cómo hacer para mantener la autonomía de las cláusulas contractuales americanas, y en consecuencia, garantizar que las mismas puedan ser ejecutadas en el Perú?

La falta de doctrina y jurisprudencia al respecto no ayuda a responder las preguntas planteadas, y ello afecta directamente la labor de los árbitros al momento de resolver controversias corporativas. Ésta labor se hace aún más complicada desde que en el Perú, como en otros países de Latinoamérica, suele existir una injustificada contraposición entre derecho civil y derecho corporativo.

Normalmente, los abogados civilistas se enfocan demasiado en aprender teorías del derecho civil, olvidándose del aspecto práctico. Por contraste, este lado prepondera en los abogados corporativos (debido a la influencia americana) pero prestan menos atención a los sólidos fundamentos teóricos que necesita todo abogado para resolver los problemas más prácticos en materia contractual. Esta contraposición se hace más evidente si tenemos en cuenta las maestrías que suelen realizar tanto civilistas como corporativistas. Los civilistas prefieren destinos europeos como Alemania, Francia o Italia, mientras que es imperativo para los abogados corporativos realizar una maestría en alguna universidad de los Estados Unidos de América (Harvard, Yale, Stanford, Columbia, New York, Chicago o cualquier otra *Ivy League*).

Esta exposición cultural hace que los abogados civilistas no estén tan familiarizados con los mercados financieros y que los abogados corporativistas no tengan las robustas bases teóricas del derecho civil en general. A efectos de las fusiones y adquisiciones de empresas, los árbitros más demandados y de mayor prestigio en el Perú son más civilistas que corporativistas. En este sentido, desde que la adquisición de una empresa se materializa en un contrato que contendrá un convenio arbitral, existen muchas probabilidades de que el tribunal arbitral constituido para resolver una eventual controversia respecto a la adquisición de una empresa sea conformado por árbitros con mayor exposición al derecho continental que al derecho americano.

A manera de ejemplo, recientemente y mediante Resolución Ministerial 0300-2016-JUS, se designó el Grupo de Trabajo encargado de revisar y proponer mejoras al Código Civil de 1984, el cual está conformado por seis profesores². A su vez se

² Gastón Fernández Cruz (presidente), Juan Espinoza Espinoza (vicepresidente), Carlos Cárdenas Quirós, Luciano Juan Luis Barchi Velaochaga, Enrique Varsi Rospigliosi y Gustavo Enrique Montero Ordinola.

nombró un Comité Consultivo conformado por diez profesores³ y se designaron a 30 asesores⁴. En total, son 46 los profesores involucrados, de los cuales, a nuestro conocimiento, el 4% ha realizado estudios en universidades americanas (Harvard por ejemplo), el 11% han publicado trabajos relacionados al *Common Law* y solo dos profesores han publicado artículos sobre derecho contractual financiero.

Esta tendencia demuestra que los arbitrajes sobre fusiones y adquisiciones en el Perú serán resueltos principalmente por abogados especialistas en derecho civil. Esto no quiere decir que no existan abogados corporativos que también ejerzan como árbitros (Alberto Rebaza, por ejemplo) pero claramente son menores en número con relación al dominio que tienen los civilistas en el arbitraje peruano.

Esta realidad no es algo negativo: dado que todas las controversias que se someten a arbitraje son contractuales, tiene sentido que los árbitros que resuelvan tales controversias sean especialistas en derecho civil. Pero a efectos de resolver controversias corporativas, no basta con saber derecho contractual según el Código Civil, sino que es necesario conocer cómo funciona el derecho contractual americano, y, sobre todo, evaluar qué normas supletorias e imperativas del Código Civil son aplicables o no a las cláusulas contractuales americanas sometidas a ley peruana.

Lamentablemente, debido a la falta de doctrina y jurisprudencia, la recepción de las instituciones americanas no ha sido clara en el Perú. Muestra de ello son tres laudos arbitrales y un caso arbitral iniciado que no llegó a la emisión de un laudo, que confirman la falta de comprensión de los institutos contractuales americanos.

El objetivo del presente trabajo es explicar en concreto dos instituciones contractuales americanas en virtud de tres laudos emitidos: la cláusula de

declaraciones y garantías (*reps & warranties*) y los acuerdos no vinculantes (*non-binding agreements*). Adicionalmente, se explicarán las consecuencias legales que puede producir diferenciar entre firma y cierre en un contrato de adquisición de empresa con ocasión de un caso arbitral en donde no se llegó a emitir un laudo.

Nuestra intención es explicar en qué consisten ciertas instituciones contractuales americanas, cómo las mismas deben ser entendidas en países del *Civil Law* como el Perú, por qué los tribunales arbitrales resolvieron incorrectamente aplicando el derecho peruano y cómo debieron haberlos resueltos.

Somos de la idea que la importación de instituciones contractuales americanas tiene sentido siempre y exclusivamente cuando no existan instituciones civilistas en el país de origen que permitan conseguir la misma utilidad que la institución que se importa, de lo contrario, dicha importación carece de sentido. De ser así, entonces, esta importación debe respetar la autonomía y autenticidad de la institución contractual extranjera, pues la importación se hace ante la ausencia de algo similar en el país receptor.

A continuación, explicaremos a mayor detalle por qué los contratos de fusiones y adquisiciones en el Perú se celebran siguiendo el modelo americano y no la estructura contractual del Código Civil; y posteriormente, explicaremos los casos de contratos corporativos y financieros sometidos a arbitraje bajo ley peruana y por qué los mismos fueron resueltos de manera inadecuada.

II. LOS CONTRATOS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES

¿Por qué los contratos de fusiones y adquisiciones no siguen el derecho civil continental? ¿Por qué

³ Carlos Fernández Sessarego (Personas), Fernando de Trazegnies Granda (Responsabilidad Civil), Jorge Avendaño Valdez (Derechos Reales), Marcial Rubio Correa (Título Preliminar), Fernando Vidal Ramírez (Acto Jurídico), Juan Monroy Gálvez (Derecho Procesal), Nelson Ramírez Jiménez (Derecho Procesal y Contratos), César Delgado Barreto (Derecho Internacional Privado), Guillermo Lohmann Luca de Tena (Acto Jurídico y Sucesiones) y Delia Revoredo Marsano (Derecho Internacional Privado).

⁴ Javier Pazos Hayashida (Personas), Juan Morales Godo (Personas), Rómulo Morales Hervias (Acto Jurídico y Contratos), Leysser León Hilario (Acto Jurídico, Obligaciones y Responsabilidad Civil), Freddy Escobar Rozas (Acto Jurídico y Contratos), Víctor Hugo Bolaños Velarde (Contratos), Carmen Julia Cabello Matamala (Familia), Emilia Bustamante Oyague (Familia), Eugenia Ariano Deho (Derecho Procesal), Giovanni Priori Posada (Derecho Procesal), Alex Fernando Plácido Vilcachagua (Familia), Mario Castillo Freyre (Obligaciones), Jorge Vega Soyer (Obligaciones), Vladimir Contreras Granda (Obligaciones y Responsabilidad Civil), Héctor Campos García (Acto Jurídico, Obligaciones y Responsabilidad Civil), Roxana Jiménez Vargas-Machuca (Contratos, Responsabilidad Civil y Derecho Procesal), Rómulo Moisés Arata Solís (Contratos, Derechos Reales y Derecho Registral), Marco Antonio Ortega Piana (Obligaciones y Contratos), Gunther Gonzales Barrón (Derechos Reales y Derecho Registral), Martín Mejorada Chauca (Derechos Reales), Francisco Avendaño Arana (Derechos Reales), Jorge Antonio Martín Ortiz Pasco (Derecho Registral), Elena Vivar Morales (Derecho Registral), Jorge Beltrán Pacheco (Obligaciones), Hugo Forno Flórez (Contratos), Eduardo Barboza Beraún (Contratos), María Antonieta Delgado Menéndez (Derecho Internacional Privado), Renzo Saavedra Velasco (Sucesiones), Yuri Vega Mere (Familia, Contratos y Responsabilidad Civil), Elvira Martínez Coco (Obligaciones).

en los contratos de fusiones y adquisiciones se usan instituciones contractuales americanas? (Hill, 2013, pp. 457 y ss). La respuesta se puede dividir en dos razones fundamentales: (1) la insuficiencia de la regulación legal del contrato típico de compraventa, y (2) la naturaleza de la empresa como objeto de transacciones.

El artículo 1529 del Código Civil señala que por la compraventa se enajena un bien a cambio de un precio⁵. Si bien la adquisición de una empresa consiste precisamente en una compra, existen diversas modalidades corporativas por las cuales se puede adquirir una empresa sin necesidad de comprarla en términos del Código Civil.

La denominación *mergers and acquisitions* (M&A) hace referencia a fusiones (*mergers*) y adquisiciones (*acquisitions*), encontrándose entre estas últimas a la compraventa de acciones (*share deal*) y a la compraventa de activos (*assets deal*). Las fusiones son un mecanismo corporativo regulado por la Ley General de Sociedades, mientras que la compra de acciones o activos son compraventas como la entendemos en el Código Civil. Sin embargo, incluso en los casos de compraventas de acciones o activos, la estructura contractual es distinta a la regulada supletoriamente en el Código Civil, y por ende, es sustituida por el modelo americano. Más aún, existen otras modalidades por las cuales se entiende que corporativamente se adquiere una empresa y que no se materializan en el contrato típico de compraventa.

Al igual que en las fusiones, una empresa se puede adquirir a través de una escisión. El *target* puede desprenderse de un bloque patrimonial (un negocio) para ser absorbido por el comprador, a cambio de acciones del comprador en favor de los accionistas de la sociedad escidente. De la misma manera, una empresa podría aportar un bloque patrimonial en favor del comprador a cambio de acciones emitidas por el comprador –esta vez– en favor de la sociedad aportante y no de sus accionistas (reorganización simple). El comprador también podría suscribir un contrato de aporte de capital, por el cual, adquirirá al *target* mediante la emisión de nuevas acciones que se justifican en el capital aportado. Finalmente, la operación podría estructurarse como una compra apalancada (*leveraged buyout*), por el cual, el *target* termina financiando la adquisición de sus propias acciones.

Como vemos, existen diversas modalidades por el cual se puede adquirir una empresa y que no cal-

zan en el contrato civil de compraventa. Incluso si el contrato se estructura como una compraventa civil, el contenido de la misma no reflejará lo regulado de manera supletoria por el Código Civil; por el contrario, se pactarán las diversas cláusulas americanas ya mencionadas. ¿Por qué esto es así? ¿Por qué el Código Civil es dejado de lado por las instituciones americanas?

Esto se debe a la naturaleza de la empresa como objeto de transacciones. Para ello debemos entender: (a) qué es lo que se adquiere cuando se compra una empresa, y (b) cuál es la naturaleza económica de la empresa.

Normalmente la adquisición de una empresa –sea la modalidad que se use– involucra el intercambio de acciones. El ejemplo más claro es la adquisición de una empresa a través de un contrato de compraventa de acciones (*stock/share purchase agreement* - SPA). El comprador paga el precio pactado a cambio de las acciones del vendedor en el *target*, de manera que el objeto del contrato son las acciones. Sin embargo, este es el objeto inmediato del contrato, el cual tiene que ser diferenciado del objeto mediato del contrato de adquisición respectivo.

Cuando un comprador pretende adquirir una empresa, lo que busca, en términos corporativos, es obtener el control societario que le permita dirigir a la misma (*to run the business*). La compra de las acciones es el medio a través del cual se adquiere el control corporativo, esto es, a la empresa. Por ello, mientras que las acciones son el objeto inmediato, el control corporativo es el objeto mediato del contrato de adquisición: en última instancia lo que importa es adquirir el control sobre la empresa. Por lo tanto, la compra de las acciones es instrumental y no un fin en sí mismo.

Esto es importante dado que desde una perspectiva civilista los remedios están destinados a proteger la transferencia del objeto –a secas– del contrato. Si el comprador ha celebrado un contrato para adquirir el 60% de las acciones del *target* y después del cierre el principal activo de propiedad del *target* se deteriora en virtud a un pasivo oculto, ¿tendrá el comprador protección legal frente al activo si lo que compró fueron las acciones? Como señaló la Sentencia del Tribunal Supremo de España, Sala Primera, Sección primera, del 21 de diciembre de 2010, el comprador adquirió las acciones de la empresa y no el hotel de propiedad de la empresa. En este sentido, los remedios con-

⁵ Artículo 1529.- Por la compraventa el vendedor se obliga a transferir la propiedad de un bien al comprador y éste a pagar su precio en dinero.

tractuales disponibles son aquellos que protejan el interés del comprador con relación a las acciones y no respecto al hotel:

En el caso presente, el contrato en escritura pública de compraventa [...] expresa claramente, explícitamente, que tiene por objeto la compraventa de acciones, todas las acciones, de la entidad 'Sasotovi, S.A.' de que eran titulares los demandados. Por lo que la demandante 'Grentidem, S.L.' no compró un hotel, no adquirió la propiedad de un inmueble, el hotel no es de su propiedad, sino que adquirió una sociedad que es propietaria, entre otras cosas, del hotel. Cuando intenta reclamar por normas de la compraventa, yerra: no compró el hotel, sino la sociedad. La compra de todas las acciones de una sociedad que significa hacerse titular de la misma, significa que todos sus bienes, derechos y obligaciones quedan bajo control y uso del adquirente, pero el propietario de éstas no es el adquirente, sino la sociedad adquirida. Por ello, no puede afirmarse que el objeto de la compraventa lo fue un hotel, ya que quedarían fuera del contrato los demás elementos patrimoniales que formaban parte del patrimonio de la sociedad adquirida" (Fundamento decisorio segundo) (Gili, 2010, p. 6).

Esta sentencia demuestra con claridad la falta de comprensión respecto a la finalidad que busca un contrato de adquisición de empresa y la falta de adecuación de los contratos civiles para adquirir a una compañía. Por ende, debe quedar en claro que las operaciones de fusiones y adquisiciones tiene como principal objetivo adquirir el control societario sobre el *target*, de manera que el comprador sea quien pueda dirigir la empresa y tomar las decisiones corporativas más importantes.

La falta de adecuación de los contratos civiles y las instituciones contractuales del *Civil Law* para la adquisición de una empresa es más evidente cuando pensamos en la naturaleza económica de la empresa como objeto de transacciones.

Cuando se adquiere a una empresa no se adquiere simplemente a las acciones emitidas por ella, o a los activos muebles o inmuebles de titularidad de la empresa, o a los bienes de propiedad intelectual, ni mucho menos se adquiere una combinación de todos los activos mencionados. Cuando se adquiere a una empresa se toma control sobre un conjunto de relaciones contractuales que involucran a muchas partes involucradas en la vida corporativa de la empresa. En otras palabras, la empresa es un nexo de contratos (*nexus of contracts*) (Jensen y Meckling, 1976, pp. 305 y ss.; Alchian y Demsetz, 1972, pp. 777 y ss.; Jensen, 2003; Kraakman, 2009, p. 6) por el cual se vinculan a todas las

relaciones jurídicas que componen a la empresa. Los accionistas aportan capital, los administradores aportan su experiencia para dirigir la empresa, los trabajadores aportan fuerza de trabajo, los proveedores aportan materia prima, los clientes aportan ingresos, los acreedores aportan deuda, entre otros (Bainbridge, 2002, pp. 26-27). De esta manera, la empresa no solo involucra a las acciones emitidas y a los activos de su titularidad, sino todas las relaciones jurídicas vinculadas a ella.

Todos estos *inputs* representan el valor de la empresa. Por ejemplo, cuando una empresa de gaseosas adquiere a una competidora, lo hace para ampliar su posición en el mercado, lo cual es posible desde que el adquirente ahora será titular de relaciones jurídicas que lo vinculen con mayores proveedores y clientes. De la misma manera, cuando una empresa de gaseosas adquiere a su distribuidor, lo hace para generar sinergias que le permita reducir costos de producción. Como vemos, la adquisición de una empresa va más allá de comprar simplemente acciones o activos; se trata de adquirir relaciones jurídicas que permitan al comprador realizar negocios a menor costo.

En este sentido, la empresa es un bien complejo, volátil, dinámico e incierto, que, sin perjuicio de ello, puede ser adquirido en el mercado como cualquier bien sujeto a la oferta y la demanda (Manne, 1965, p. 112). Así es como nace el mercado para la adquisición del control societario (*market for corporate control*). Debido a la propia naturaleza de la empresa como objeto de transacciones, la adquisición será exitosa siempre que se realice un buen *due diligence* que le permita al comprador identificar todo aquello que le reste valor al *target*. El valor del *target* no será el mismo al inicio del *due diligence*, a la firma del contrato, al cierre del mismo, e incluso en la etapa post-cierre. Al ser la empresa un bien dinámico, una de las funciones más importantes que cumplen los contratos de fusiones y adquisiciones es la distribución de riesgos (Coates, 2012, p. 1). Como ya hemos explicado en otra ocasión, el corazón de las operaciones de fusiones y adquisiciones es la distribución eficiente de riesgos entre las partes (García, 2012, p. 43).

La adquisición solo será exitosa si antes del cierre del contrato el *target* no se deteriora. Para lograr tal objetivo, el comprador cuenta con diversos mecanismos contractuales que le garanticen algún remedio en su favor en caso el *target* se deteriore entre la firma y el cierre. Se podrán pactar condiciones precedentes que consistan en obligaciones (*covenants*), declaraciones y garantías (*reps & warranties*), cláusula MAC (*material adverse change*) o cualquier otro pacto que sea incluido por las partes (Choi, 2010, p. 863). En ge-

neral, todas las instituciones contractuales mencionadas están pensadas para asignar todo tipo de riesgo que pueda afectar el valor del *target*. Lo mismo ocurre después del cierre con la supervivencia de las declaraciones y garantías y la cláusula de indemnidades (*indemnities*). A pesar que la operación se haya cerrado, el comprador aún podría reclamar el pago de un monto dinerario en caso tenga conocimiento de algún deterioro que afecte el valor de *target*. Primero deberá demostrar el incumplimiento de alguna declaración y la procedencia de los requisitos para que un daño sea indemnizable conforme a las indemnidades pactadas. Al igual que entre la firma y el cierre, en el post-cierre las cláusulas contractuales también sirven para asignar riesgos.

Pensemos en la etapa post cierre para explicar cómo los remedios del Código Civil no están hechos para las adquisiciones de empresas. Supongamos que se cierra un contrato para adquirir al *target* y un año después el comprador toma conocimiento de un pasivo oculto que afecta un inmueble estratégico del *target*. Si no se pactaron declaraciones y garantías e indemnidades, ¿qué podría hacer el comprador? Una solución sería la acción por saneamiento⁶. El comprador podría alegar la existencia de un vicio oculto y pedir la reducción del precio, y de ser el caso, el pago de daños y perjuicios⁷. Para ello deberá probar con éxito la existencia de un vicio oculto y que no tuvo conocimiento del mismo al momento del cierre del contrato. Además deberá valorar el deterioro del activo para determinar cuándo deberá pagar el vendedor y probar los daños y perjuicios ocasionados. Adicionalmente, deberá accionar dentro de los plazos de caducidad de tres meses en caso de bienes muebles y de seis meses en caso de bienes inmuebles⁸.

La regulación de las obligaciones de saneamiento, en el caso planteado, presenta al menos dos complicaciones: (a) la misma solo se aplica a bienes muebles e inmuebles, y (b) los plazos de caducidad son muy cortos.

¿Qué tipo de bien es el objeto que se transfiere en una adquisición de empresa? Si pensamos en las acciones como objeto inmediato, estamos ante un bien mueble. Sin embargo, el comprador no pretende buscar tutela frente a vicios que afecten a las acciones, sino frente a un activo inmueble en particular de propiedad del *target*. Por otro lado, si pensamos en el control societario como el objeto mediato, no estaríamos ante un bien mueble o inmueble, y sería complicado afirmar que el objeto de la adquisición no fueron ni las acciones ni el control societario, sino el inmueble estratégico.

Esta primera complicación podría impedir la aplicación de las obligaciones de saneamiento al no presentarse el supuesto de hecho que regula las mismas: que vicios ocultos afecten a bienes muebles o inmuebles. Sin perjuicio de ello, si se lograra forzar la figura de las obligaciones de saneamiento para aplicarla a un contrato de adquisición de empresa, la misma sería inútil en la práctica debido a los cortos plazos de caducidad.

En nuestro ejemplo, el comprador toma conocimiento del pasivo oculto que afecta el inmueble estratégico recién un año después del cierre del contrato, de manera que ya habrían vencido los plazos de tres o seis meses de caducidad regulados por el Código Civil.

Para evitar estos inconvenientes se pactan declaraciones y garantías e indemnidades que sobrevivan al cierre de la operación (Coates, 2015, pp. 9-10)⁹. A través de las declaraciones y garantías las partes distribuyen el riesgo de ocurrencia de contingencias no reveladas o pasivos ocultos. El remedio frente al incumplimiento de alguna declaración es el pago de un monto dinerario por concepto de daños según las indemnidades pactadas. En caso se materialice algún evento que afecte el valor del *target*, el comprador podrá ejecutar la cláusula de indemnidades. Así de simple. Solo deberá probar la falsedad o inexactitud de lo declarado y la procedencia del pago de daños según lo regulado en

⁶ Artículo 1485.- En virtud del saneamiento el transferente está obligado a responder frente al adquirente por la evicción, por los vicios ocultos del bien o por sus hechos propios, que no permitan destinar el bien transferido a la finalidad para la cual fue adquirido o que disminuyan su valor.

⁷ Artículo 1513.- El adquirente puede optar por pedir que se le pague lo que el bien vale de menos, por razón de vicio, en el momento de ejercerse la acción de pago, teniendo en cuenta la finalidad de su adquisición, sin perjuicio del derecho que contempla el artículo 1512, inciso 5.

⁸ Artículo 1514.- Las acciones a que se refieren los artículos 1511 y 1513 caducan a los tres meses si se trata de bienes muebles y a los seis, de inmuebles. Los plazos se computan desde el momento de la recepción del bien.

⁹ "Representations take up the bulk of an agreement (39% of words). Despite this – or perhaps because of their imposing and detailed bulk – few sustained studies of representations have been published. This part of the contract generally consists of factual statements about past facts about, or promises ("warranties") about the future of, a party and its business. Where a contract includes an indemnification (discussed below), it will typically be linked to the representations, which are in turn customarily supplemented (or qualified) by "disclosure schedules" attached to the contract, which can contain general information or present specific and detailed sets of information (e.g., lists of employees holding stock options)."

las indemnidades (Coates, 2012, pp. 295 y ss.; Re-baza y Becerra, 2015, pp. 53 y ss.)¹⁰.

El objeto de las partes es regular cláusulas contractuales que se adecuen de mejor manera a un contrato destinado a la adquisición de una empresa, detallando de manera clara el supuesto de hecho y el remedio procedente. Así se evitan las complicaciones de aplicar un régimen legal supletorio a un supuesto de hecho diferente que el regulado por la misma.

Claramente existen límites legales que impiden dejar sin efecto a las obligaciones de saneamiento conforme a los artículos 1489, 1520 y 1528 del Código Civil. Por ello, es importante distinguir a las obligaciones de saneamiento de las declaraciones y garantías y las indemnidades, para evitar que los artículos mencionados puedan ser aplicados a un contrato de adquisición de empresa con el objeto de dejar sin efecto el régimen de indemnidades¹¹.

Si esta controversia llegara a un tribunal arbitral que debe resolver bajo ley peruana, ¿comprendería que las obligaciones de saneamiento no son aplicables a las adquisiciones de empresas? ¿Quedaría claro que las normas imperativas del régimen de saneamiento no son aplicables a las declaraciones y garantías y a la cláusula de indemnidades? La experiencia arbitral nacional demuestra que: (1) los tribunales arbitrales no han comprendido adecuadamente a las figuras contractuales americanas; y en consecuencia, (2) han aplicado normas imperativas para dejar sin efecto a las cláusulas americanas. A continuación, explicaremos las deficiencias de tres laudos arbitrales sobre contratos corporativos y financieros, y analizaremos un arbitraje que se inició sobre un contrato de adquisición de empresa pero que fue transado por las partes antes que se emitiera un laudo arbitral.

III. CASOS ARBITRALES

El objetivo de la presente sección es explicar la controversia legal en tres arbitrajes que resolvieron en contra de lo pactado expresamente por las partes. En cada uno de ellos o el tribunal arbitral no comprendió a la cláusula americana o las dejó sin efecto en virtud de una norma imperativa del Código Civil.

Por la naturaleza privada del arbitraje, el laudo no es de conocimiento ni acceso público. Sin perjuicio de ello, hemos tomado conocimiento de la principal controversia en tales arbitrajes y de lo resuelto en el laudo respectivo gracias a conversaciones con los diversos socios de los estudios de abogados que defendieron a las partes en tales arbitrajes. Por motivos de confidencialidad, no identificaremos a las personas ni daremos mayores detalles del arbitraje, salvo la descripción del problema legal que pretendió resolverse y lo dispuesto en el laudo. Esto será suficiente para demostrar cómo los tribunales arbitrales —en aplicación del derecho peruano— han dejado sin efecto las cláusulas americanas pactadas.

En concreto se analizarán tres técnicas contractuales que se usan en las operaciones financieras: (1) la cláusula de declaraciones y garantías, en virtud de dos laudos emitidos bajo ley peruana, (2) los acuerdos no vinculantes, en virtud de un laudo emitido bajo ley peruana, y (3) la diferencia entre firma y cierra del contrato, en virtud de un arbitraje iniciado que fue terminado con mutuo acuerdo de las partes.

A. Las declaraciones y garantías y las indemnidades

1. Primer laudo

En un primer caso arbitral el comprador alegó el incumplimiento de una declaración y garantía, y en consecuencia, el pago de un monto dinerario por concepto de las indemnidades pactadas. Las indemnidades suelen contener una regulación muy detallada respecto a cuáles deben ser los requisitos que deben cumplirse para que un daño sea indemnizable.

Así como las declaraciones y garantías pueden contener calificadores (de conocimiento o relevancia) que funcionan como filtros que debe superar el comprador para alegar exitosamente que un incumplimiento de hecho es un incumplimiento según el contrato, las indemnidades también contienen a su vez determinados filtros para que un daño sea indemnizable. Entre ellos están el pacto de pisos y techos.

Se podría incluir un umbral (*threshold*), por el cual el vendedor solo será responsable por los daños sufridos que superen un monto mínimo. En caso

¹⁰ Cabe mencionar que tanto en la experiencia americana como en la peruana, el pago de un monto dinerario por concepto de indemnidades ante el incumplimiento de las declaraciones y garantías es un tipo de controversia muy común respecto a contratos de fusiones y adquisiciones.

¹¹ Como explicaremos más adelante, la cláusula de declaraciones y garantías es un supuesto convencional de relación jurídica de garantía, por el cual, una parte asume un riesgo en favor del otro, y se obliga a mantenerlo indemne en caso el riesgo de materialice. Desde que las declaraciones y garantías funcionan como un contrato de seguro, por definición, no se aplican las obligaciones de saneamiento.

el comprador logre probar que los daños sufridos superan dicho mínimo, entonces podrá cobrar los daños respectivos desde el primer dólar. Una posición más favorable para el vendedor es el pacto de un deducible (*deductible*), por el cual también se establece un monto mínimo pero el comprador solo podrá reclamar por el exceso de dicho umbral y no desde el primer dólar. Por ejemplo, si se pacta un umbral de 2 millones de dólares y el comprador prueba la ocurrencia de un daño por 2,5 millones de dólares, entonces podrá cobrar todo el daño sufrido. Por el contrario, si se pactó un deducible de 2 millones de dólares, el comprador solo podrá reclamar el pago de medio millón de dólares. Adicionalmente se podrá pactar un límite (*cap*) al monto dinerario que pueda reclamar el comprador.

Esta regulación es estándar en los contratos de fusiones y adquisiciones cuando se regula la responsabilidad post cierre del vendedor. ¿Qué ocurrió en el caso en concreto? El tribunal arbitral declaró la nulidad de la cláusula de indemnidad por vulnerar lo dispuesto en el artículo 1328 del Código Civil:

Artículo 1328.- Es nula toda estipulación que excluya o limite la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable del deudor o de los terceros de quien éste se valga.

También es nulo cualquier pacto de exoneración o de limitación de responsabilidad para los casos en que el deudor o dichos terceros violen obligaciones derivadas de normas de orden público.

Para el tribunal arbitral, la cláusula de indemnidades era al menos una limitación a la responsabilidad del vendedor, la cual no podría ser oponible al comprador.

2. Segundo laudo

En un segundo caso arbitral también se demostró la falta de comprensión respecto a la funcionalidad de la cláusula de declaraciones y garantías. Si bien este laudo se emitió en virtud de un contrato de financiamiento, la misma puede ser analizada para comprender cómo debe entenderse a las declaraciones y garantía en un contrato de adquisición de empresa desde que en ambos casos la naturaleza de las declaraciones y garantías es la misma.

Las declaraciones y garantías las realiza una parte en favor de la otra para garantizarle determinado estado de hecho y de derecho que sirva como base para la ejecución del contrato. En un contrato de

financiamiento, el prestatario realiza declaraciones que le garantice –de manera general– al banco una saludable situación financiera que permita pagar el principal más los intereses y cualquier otro concepto pactado. En caso de incumplimiento de las declaraciones y garantías, el banco podrá suspender, acelerar o terminar el contrato. En un contrato de adquisición de empresa, el vendedor realiza declaraciones respecto al *target* en favor del comprador que garanticen que el *target* tiene un valor determinado. En caso de incumplimiento de las declaraciones y garantías, el comprador podrá terminar el contrato o solicitar el pago de daños.

En general, las declaraciones y garantías sirven para asignar riesgos entre las partes, cuya materialización habilitará a la parte en cuyo favor se realizaron las mismas a ejercer los remedios pactados en el contrato.

En el caso en concreto, el banco alegó uno de los remedios pactados en su favor debido a la falsedad y/o inexactitud de las declaraciones y garantías formuladas por el prestatario, quien demandó en la vía arbitral. En el laudo, el tribunal arbitral señaló que las declaraciones y garantías no se habían incumplido ante la ausencia de culpa del prestatario. Para ello, aplicó el artículo 1314 a la cláusula de declaraciones y garantías:

Artículo 1314.- Quien actúa con la diligencia ordinaria requerida, no es imputable por la inejecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso.

Para el tribunal arbitral, las declaraciones y garantías formuladas por el prestatario solo se incumplirán si las mismas son falsas o inexactas por culpa del prestatario.

3. ¿Qué son las declaraciones y garantías? ¿Cómo se vinculan con las indemnidades?

Si entendemos correctamente qué son las declaraciones y garantías, podemos concluir fácilmente lo siguiente: (1) la falsedad o inexactitud de las declaraciones y garantías no configuran un supuesto de responsabilidad civil contractual, y por ende, no se aplica el artículo 1328, y (2) la ausencia de culpa no es una defensa para alegar que las declaraciones y garantías no se incumplieron.

La cláusula de declaraciones y garantías es básicamente una cláusula de distribución de riesgos (Coates, 2012, p. 1)¹² por el cual una parte asume el

¹² "Risk allocation provisions (*RAPs*) consist of terms that alter property rights depending on the realization of one or more uncertain facts related to the value of the target. Some risks are resolved between contract signing and completion, while others extend past deal completion, when new information about the target's value will be revealed and/or can be

riesgo de materialización de contingencias no reveladas o pasivos ocultos. Las afirmaciones, creencias o predicciones que sean objetos de las declaraciones y garantías podrán consistir en hechos pasados, presentes e incluso futuros (Gómez, 2007, p. 33; Gili, 2010, p. 7). Quien declara asume el riesgo de lo declarado, y paga simplemente por la ocurrencia del riesgo. Solo podrá oponer las defensas expresamente pactadas en el contrato (por ejemplo, calificadores de conocimiento o relevancia).

En un contrato de adquisición de empresa, el vendedor (aunque también el comprador dependiendo del tipo de operación) declara que no existen mayores contingencias o pasivos ocultos que los expresamente relevados. Por ejemplo, el vendedor podría señalar que no existen mayores deudas tributarias que las señaladas en determinado anexo. A pesar de ello, el vendedor —quien se encuentra en mejor posición con relación al comprador— podría asumir el riesgo de materialización de cualquier contingencia o el surgimiento de cualquier pasivo tributario que no haya sido relevado, o que incluso, haya sido desconocido por ambas partes. De esta manera, el vendedor termina asumiendo riesgos desconocidos. En caso las declaraciones y garantías no sean veraces, ciertas o exactas, el comprador podrá ejercer los remedios pactados en su favor en el contrato.

En la etapa post cierre, las declaraciones y garantías sobreviven al cierre y la falsedad o inexactitud de las mismas habilita al comprador a solicitar el pago de daños conforme a la cláusula de indemnidades. Debido a la forma como operan las declaraciones y garantías conjuntamente con las indemnidades, se suele considerar erróneamente que nos encontramos ante un supuesto de responsabilidad civil contractual, y en consecuencia, que sería aplicable el régimen legal de la responsabilidad por inexecución de obligaciones, en concreto, el artículo 1328 del Código Civil.

Los *representations and warranties* son una institución anglosajona que no ha sido creada en términos civiles, y como tal, es necesario determinar cómo la misma puede ser aplicada en sistemas del *Civil Law*. El objetivo de los *representations and warranties* es garantizar un estado de hecho o de

derecho que represente una foto de la empresa que se está comprando (Kling *et al.*, 1997, p. 783; Gilson y Schwartz, 2005, p. 333), de tal manera que ante la falsedad o inexactitud de las mismas el declarante tenga que pagar un monto dinerario a la contraparte (como si fuera una devolución indirecta del precio), simplemente porque así se pactó en el contrato. De esta manera, los *representations and warranties* funcionan como lo hace un contrato de seguro (Coates, 2015, p. 15)¹³. El vendedor es como un asegurador que asume el riesgo de contingencias y pasivos ocultos en favor del comprador, a cambio de un mayor precio por la adquisición del *target*. Desde el momento que se realiza la declaración, el vendedor asume de pleno derecho y por su solo consentimiento, un riesgo que no será soportado por el comprador, y lo asegura al mantenerlo indemne en caso el riesgo se materialice. El monto de dinero que se pagará en favor del comprador será determinado según la cláusula de indemnidades, la cual regulará —entre otras cosas, como lo hace el contrato seguro— el procedimiento de reclamación y los requisitos que deberán cumplirse para que un daño sea indemnizable.

Teniendo en cuenta que las declaraciones y garantías y las indemnidades funcionan como lo hace un contrato de seguro, estamos ante una relación jurídica de garantía de fuente convencional.

A pesar del sesgo obligacionista que caracteriza a los códigos civiles como el peruano, por el cual el contrato sirve para crear obligaciones¹⁴, se ha reconocido expresamente en la doctrina que el contrato puede generar diversos efectos que no se agoten en el surgimiento de obligaciones. Por ejemplo, un contrato puede generar el surgimiento de una obligación de dar para que se verifique la transferencia de un bien, como también podría generar el efecto traslativo de la propiedad con el simple consentimiento de las partes. Al reconocerse que basta el consentimiento de las partes para generar efectos legales, se han creado relaciones jurídicas no obligatorias en donde la cooperación de las partes es más virtual que física (Betti, 1969, p. 41). En este sentido, la cooperación de las partes para lograr el objetivo del contrato no se limita a la ejecución de obligaciones (sea de medios o de resultados) sino que incluye también el consenti-

verified. The focus of this paper is on three distinct types of RAPs that extend past deal completion — *postclosing RAPs*— that are triggered by a distinct type of risk: (...) (2) indemnities, typically triggered by realizations that vary from target representations, particularly regarding uncertain pre-closing liabilities, transforming those representations into longlived risk-allocation devices, (...)”

¹³ “Typically, indemnities are elaborately designed to reflect many of the economically equivalent functions of insurance contracts — deductibles (or “baskets”), caps, co-insurance, claims periods, and claims handling procedures...”

¹⁴ Artículo 1351.- El contrato es el acuerdo de dos o más partes para crear, regular, modificar o extinguir una relación jurídica patrimonial.

Artículo 1402.- El objeto del contrato consiste en crear, regular, modificar o extinguir obligaciones.

miento de las partes para producir efectos legales en la esfera jurídica patrimonial de una de ellas sin necesidad de ejecutar alguna obligación (Betti, 1969, p. 40). En este último supuesto se encuentran las relaciones jurídicas de garantía, por el cual, una parte asume un riesgo de pleno derecho en favor de la otra.

Las relaciones de garantía o aseguramientos contractuales —como preferimos llamarlas— son conocidas tanto en el derecho peruano como en el derecho comparado. A manera de ejemplo, en el Perú se criticó el análisis del contrato de promesa de hecho de tercero desde una perspectiva obligacionista (Forno, 2004, pp. 511 y ss.). En el contrato de hecho de tercero, el promitente se “obliga” frente al promisorio a que el tercero realice determinada conducta. Si el tercero no realiza la conducta, el promitente deberá pagar en favor del promisorio una indemnización. En este caso, ¿realmente podemos señalar que el promitente “se obliga”? Por definición, la prestación debe ser físicamente posible y dicho requisito no se cumple si alguien pretende “obligarse” a que un tercero realice determinado comportamiento. Desde que el comportamiento del tercero no depende del promitente, la prestación no sería físicamente posible.

Entendido correctamente, el contrato de promesa de tercero sería un supuesto legal de relación de garantía por el cual el promitente asume el riesgo de que el tercero no realice determinada conducta. En caso se materialice el riesgo, el promitente deberá mantener indemne al promisorio. Cabe mencionar que el reconocimiento del contrato de promesa de tercero como una especie de la categoría general de las relaciones de garantía también ha sido aceptado en el derecho comparado (Mirabelli, 1987, p. 329; Betti, 1994, p. 550; Giorgianni, 1975, p. 276).

En resumen, las declaraciones y garantías serían una nueva especie de una categoría general existente en el derecho del *Civil Law*. Junto con el contrato de seguro y el contrato de promesa de hecho de tercero como supuestos legales de relaciones de garantía, tenemos ahora a las declaraciones y garantías como un supuesto convencional de aseguramiento contractual¹⁵.

Si entendemos que las declaraciones y garantías consisten en un aseguramiento contractual que se materializa en una relación jurídica no obligatoria destinada a asignar riesgos entre las partes,

debe quedar en claro que el monto de dinero que se paga conforme a las indemnidades no se otorga por concepto de resarcimiento. En otras palabras, no todo monto dinerario que se entregue por concepto de daños es una manifestación de la tutela resarcitoria. Existen diversos mecanismos contractuales en donde una parte paga un monto dinerario en favor de la otra ante la eventual ocurrencia de un daño, independientemente de que el mismo se materialice o no. Para comprender lo mencionado, es importante tener presente la diferencia entre “indemnización” y “resarcimiento”.

A primera vista podría parecer que la diferencia entre “indemnización” y “resarcimiento” es una exquisitez terminológica que no tiene importancia práctica. Sin embargo, teniendo en cuenta los diversos mecanismos legales por el cual una parte puede otorgar un monto dinerario a su contraparte, resulta evidente que la distinción es más práctica que teórica. Si bien el Código Civil usa indistintamente los términos “indemnizar” y “resarcir”, ello no es obstáculo para observar que en el derecho contractual existen diversos remedios que pueden ser pactados por las partes contra los eventuales daños que una de ellas pueda sufrir, y que no consisten en supuestos de responsabilidad civil. Cabe mencionar que la distinción entre “resarcimiento” e “indemnización” es admitida tanto en el derecho comparado (Scognamiglio, 1998, pp. 205-206) como en el derecho peruano (León, 2004, p. 141; 2007, p. 461; Morales, 2004, p. 317; 2011, p. 49 y ss.; Pacheco, 2010, p. 365).

Para que un monto dinerario se otorgue por concepto de resarcimiento (esto es, por acción de la tutela resarcitoria), debe probarse la concurrencia de los elementos de la responsabilidad civil. El demandante deberá probar la ocurrencia de un daño y los requisitos del mismo (entre ellos, que sea cierto o subsistente), la ocurrencia de un hecho generador, y la relación de causalidad entre el daño y el hecho, de manera que pueda concluirse que entre hecho y daño existe una relación de causa-efecto. En consecuencia, se encuentra al causante físico del daño (el autor inmediato). Adicionalmente, es necesario determinar quién será el responsable civil de asumir el costo económico del daño. Para ello se implementarán los diversos criterios de imputación regulados en nuestro ordenamiento (la culpa, el riesgo, la garantía, entre otros). Si el causante es hallado a su vez responsable civil en virtud de algún criterio de imputación, entonces estaremos ante un supuesto de responsabilidad

¹⁵ Otro supuesto de relación de garantía sería la carta fianza bancaria, por el cual, el banco asume el riesgo de incumplimiento de su asegurado frente al acreedor, como si se tratase de un contrato de seguro. En caso el riesgo se materialice (el deudor incumple), el banco pagará al acreedor el monto del aseguramiento.

directa (en este caso las calidades de “causante” y “responsable” coinciden). Si el causante es responsable y a su vez se imputa responsabilidad a otra persona por el daño ocasionado por el causante, entonces estaremos ante un supuesto de responsabilidad indirecta como en el caso de la responsabilidad vicaria (en esta ocasión las calidades de “causante” y “responsable” no coinciden con relación al principal).

Una de las labores más importantes del demandado será probar la cuantía del daño. El principio general de la responsabilidad civil es que el monto dinerario que se paga por concepto de resarcimiento es un equivalente económico del daño sufrido (principio de equivalencia). Esto es, si la víctima sufre un daño por 100, entonces el tribunal arbitral deberá liquidar dicho daño y ordenar al responsable el pago de un monto ascendiente a 100. Ni más ni menos; ni 99 ni 101. El *quid* de la liquidación de un monto que se paga por responsabilidad civil es que se realiza de manera *ex post*, cuando ya ocurrió un daño cierto en la realidad.

Sin embargo, la doctrina se percató que existen diversos mecanismos legales por los cuales se otorgan montos dinerarios por concepto de eventuales daños: (a) sin que concurren los elementos de la responsabilidad civil, (b) que no cumplen con el principio de equivalencia, (c) incluso se pagan en ausencia de la probanza del daño (el cual podría ocurrir como no), y (d) la fuente del pago del monto dinerario puede ser la autonomía de las partes.

Por ejemplo, se ha reconocido que la “responsabilidad” del incapaz no es realmente un supuesto de responsabilidad civil extracontractual. El artículo 1976 del Código Civil¹⁶ señala que el incapaz no es responsable civilmente, pero sí su representante legal. Esto se debe a que, si bien el incapaz puede ser el causante, no es posible aplicarle algún criterio de imputación que lo haga también responsable. A pesar de ello, si el demandante no puede obtener reparación económica por parte del representante y el incapaz tiene capacidad económica suficiente para resarcir a la víctima, en virtud de la equidad el juez podrá disponer el pago de un monto dinerario conforme al artículo 1977¹⁷. Correctamente, este monto no se otorga por concepto de resarcimiento pero sí por concepto de indemnización (León, 2007, p. 464). En este caso no concurren todos los elementos de la responsabilidad civil.

De la misma manera, los supuestos de expropiación o de despido del trabajador son supuestos en donde legalmente se define cómo se calculará el monto dinerario que deberá ser pagado en favor del expropiado o el trabajador cesado. En estos casos, no se repara completamente a las víctimas sino de manera parcial en virtud a los criterios legales de cuantificación del daño. Estos casos también son considerados como supuestos de indemnización y no de resarcimiento (Scognamiglio, 1998, pp. 35-36). En este caso no se cumple con el principio de equivalencia de la responsabilidad civil.

Además, existen supuestos en donde las partes liquidan previamente un monto dinerario que será pagado ante la ocurrencia de un eventual daño, en donde dicho monto se pagará sin necesidad del probar la efectiva ocurrencia de algún perjuicio. Entre estos casos tenemos a la cláusula penal y a las arras.

Finalmente, se suelen confundir como supuestos de resarcimientos a ciertos montos dinerarios que tienen como fuente la autonomía de las partes y no la infracción de un deber general de causar daño a otro. Por ejemplo, la acción de la víctima contra el asegurador está regulada por las normas de responsabilidad civil extracontractual¹⁸. Sin embargo, entiéndase que en este caso el monto dinerario que pagará el asegurador al asegurado, y que llegará finalmente a la víctima, es un monto previamente acordado por el asegurador y el asegurado en virtud de un contrato de seguro, el cual suele cubrir solo en parte los daños que pueda causar el asegurado a la víctima. En este caso, el monto que se pagará dependerá de lo acordado en la póliza correspondiente.

Si bien la distinción entre resarcimiento e indemnización es aplicable a la responsabilidad civil en general, nos enfocaremos exclusivamente en la responsabilidad contractual. Los supuestos que nos interesan en este momento son aquellos pactos entre las partes en donde las mismas liquidan *ex ante* un monto dinerario que se pagará en favor de una de ellas ante determinadas circunstancias, como podría ser el incumplimiento contractual. Estamos ante **liquidaciones contractuales** en donde una parte paga a su contraparte un monto dinerario ante la ocurrencia de un eventual daño prescindiendo de la probanza del mismo. De esta manera las partes asumen costos de transacción, pero re-

¹⁶ Artículo 1976.- No hay responsabilidad por el daño causado por persona incapaz que haya actuado sin discernimiento, en cuyo caso responde su representante legal.

¹⁷ Artículo 1977.- Si la víctima no ha podido obtener reparación en el supuesto anterior, puede el juez, en vista de la situación económica de las partes, considerar una indemnización equitativa a cargo del autor directo.

¹⁸ Artículo 1987.- La acción indemnizatoria puede ser dirigida contra el asegurador por el daño, quien responderá solidariamente con el responsable directo de éste.

ducen costos de ejecución y litigio: las partes negociarán el monto que se pagará y el mismo será fácil de ejecutar. Las partes ya no tienen que acudir a un tribunal arbitral para éste liquide, después de la probanza de las partes, el monto que deberá pagar el demandado en favor del demandante. Todos estos costos de litigio son evitados si las partes asumen costos de negociación para definir *ex ante* dicho monto dinerario. El pacto de un monto dinerario será eficiente si los costos de transacción son menores a los costos de ejecución y litigio.

Más allá de la eficiencia de las liquidaciones contractuales, debemos prestar atención a la principal consecuencia legal de diferenciar entre supuestos de indemnización (en sede contractual, liquidaciones contractuales) y supuestos de resarcimiento (responsabilidad civil). Las partes son libres que elegir los medios de tutela que mejor se amolden a sus intereses. Es decisión de las partes decidir si pactan un monto previamente liquidado o si prefieren acudir a la vía arbitral. Independientemente a la opción elegida, el resultado de un remedio excluye al otro. En otras palabras, cuando se opta por una liquidación contractual se excluye la aplicación del régimen legal de la responsabilidad por inejecución de obligaciones. No solamente carece de sentido económico mezclar ambos remedios (¿para qué liquidar previamente un monto dinerario si luego se puede acudir a la responsabilidad civil para solicitar daños mayores?), sino que tal exclusión también encuentra respaldo legal, si bien no de manera unitaria, sí en los supuestos de liquidación contractual regulados en el Código Civil.

La cláusula penal es un supuesto de liquidación contractual por el cual el deudor acuerda pagar un monto dinerario ascendiente al monto de la penalidad en caso de incumplimiento de alguna obligación. Dicho monto limitará la responsabilidad del deudor, de manera que el acreedor no podrá reclamar daños mayores, salvo que se haya pactado el daño ulterior¹⁹. Debido a que se desprende de la regulación legal de la cláusula penal, si no se pacta el daño ulterior, el acreedor no podrá solicitar daños mayores desde que la cláusula penal “tiene

el efecto de limitar el resarcimiento a esta prestación”²⁰. En otras palabras, el pacto de una cláusula penal sin daño ulterior excluye la aplicación de la responsabilidad contractual.

Esto se debe a que la cláusula penal consiste en una liquidación contractual la cual, por definición, es diferente a la responsabilidad contractual, y por ello, contiene un régimen especial. Por ejemplo, mientras que en la responsabilidad por inejecución de obligaciones debe probarse la existencia del daño y su cuantía, para solicitar el pago de la cláusula penal pactada no es necesario probar ni la ocurrencia del daño ni su cuantía, dado que dicha cuantía ya se pactó de manera *ex ante*. Para solicitar el pacto de la cláusula penal solo es necesario probar la ocurrencia del supuesto de hecho regulado, esto es, el incumplimiento de alguna obligación. Más aún, en todo supuesto de responsabilidad contractual debe probarse la concurrencia de la culpa en el deudor; sin embargo, la misma regulación de la cláusula penal permite que la misma se pague incluso ante la ausencia de culpa, esto es, de manera objetiva²¹.

Desde que la cláusula penal puede ser pagada ante la ausencia de al menos dos elementos de la responsabilidad civil (el daño y la imputabilidad), es claro que la cláusula penal pertenece a un régimen distinto. En conclusión, el pacto de una cláusula penal excluye la aplicación del régimen de responsabilidad contractual. Este es el principal argumento para señalar que el artículo 1328 del Código Civil no es aplicable a la cláusula penal, la cual por definición, es un límite a la responsabilidad del deudor²². Dicha norma no se aplica a la cláusula penal simplemente porque la misma solo es aplicable a los supuestos de responsabilidad civil y no a las liquidaciones contractuales (salvo que se pruebe fraude a la ley).

De la misma manera, el régimen legal de las arras confirmatorias demuestra que la responsabilidad civil es distinta de las liquidaciones contractuales, y que el pacto del segundo excluye al primero. Por las arras confirmatorias, una parte otorga un monto dinerario (*fee*) en favor de la otra como símbolo

¹⁹ Artículo 1341.- El pacto por el que se acuerda que, en caso de incumplimiento, uno de los contratantes queda obligado al pago de una penalidad, tiene el efecto de limitar el resarcimiento a esta prestación y a que se devuelva la contraprestación, si la hubiere; salvo que se haya estipulado la indemnización del daño ulterior. En este último caso, el deudor deberá pagar el íntegro de la penalidad, pero ésta se computa como parte de los daños y perjuicios si fueran mayores.

²⁰ Debemos precisar que cuando se pacta una cláusula penal con resarcimiento del daño ulterior, estamos ante una mezcla de remedios. La cláusula penal se paga por concepto de liquidación contractual (indemnización) y el exceso se paga por concepto de responsabilidad civil (resarcimiento). Como el derecho no admite el enriquecimiento injustificado, la penalidad se descuenta del monto que se liquide por concepto de resarcimiento.

²¹ Artículo 1343.- Para exigir la pena no es necesario que el acreedor pruebe los daños y perjuicios sufridos. Sin embargo, ella sólo puede exigirse cuando el incumplimiento obedece a causa imputable al deudor, salvo pacto en contrario.

²² En arbitraje varios acreedores han alegado la aplicación del artículo 1328 para dejar sin efecto el monto pactado por concepto de penalidad (sin daño ulterior) y solicitar daños mayores en la vía ordinaria.

de la celebración del contrato. Si la parte que otorgó el *fee* incumple el contrato, las perderá en favor de la contraparte por concepto de los eventuales daños que pueda ocasionar el incumplimiento. En el supuesto en que la parte que incumple es aquella que recibió el *fee*, deberá devolver un monto ascendiente al doble de ellas²³. Es decir, ante el incumplimiento, la parte fiel que queda con el *fee* como reparación por los eventuales daños que pueda sufrir.

La distinción entre las arras (como liquidación contractual) y la responsabilidad civil se encuentra en el artículo 1479 del Código Civil, por el cual, si la parte que no incumple no quiere ejercer las arras, puede resolver el contrato y acudir a la vía ordinaria para liquidar los daños y perjuicios²⁴. En este sentido, por normal legal expresa, o se ejecutan las arras o se renuncia a las mismas y se acude a la responsabilidad civil²⁵. Nuevamente, si se opta por una liquidación contractual, se excluye la aplicación de la responsabilidad civil.

Así como existen supuestos legales de liquidación contractual, las partes pueden pactar sus propias liquidaciones contractuales. En el derecho contractual de las fusiones y adquisiciones existentes diversos supuestos de liquidación contractual que se han estandarizado en la práctica financiera. Una de ellas es la cláusula de indemnidades ante el incumplimiento de las declaraciones y garantías (Afshari-pour, 2010, pp. 1161 y ss.; Quintin, 2008, pp. 275 y ss.; Shine y Bomba, 2012, pp. 1 y ss.)²⁶.

En virtud de la cláusula de indemnidades, las partes acuerdan los requisitos que deberán presentarse para que un daño se indemnizable. Entre estos requisitos están los umbrales (*thresholds*), deducibles (*deductibles*) y límites (*caps*). Esta regulación más detallada respecto a cuál será el monto dinerario que deberá pagar el vendedor en favor del comprador se justifica desde que las partes prefieren dejar fuera de los tribunales arbitrales la liquidación del daño. Desde que son las partes quienes manejan mayor información respecto a sus propios intereses, es rentable la asunción de costos de negociación para definir con claridad en qué supuestos el vendedor pagará un monto dinerario y a cuánto ascenderá el mismo.

Dado que estamos ante una liquidación contractual, a la misma no le es aplicable el régimen de responsabilidad contractual, y en concreto, el artículo 1328 del Código Civil. Más aún, entiéndase que el pago de un monto dinerario por concepto de indemnidades no representa un supuesto de incumplimiento contractual.

A través de las declaraciones y garantías el vendedor no solo asume riesgos respecto a contingencias que espera que no se materialicen, sino que incluso puede asumir riesgos que desconoce totalmente: *unknown risk* (Triantis, 1992, p. 450). Si explota un pasivo ambiental oculto y se declaró que no existe más pasivos ambientales que los declarados, entonces el vendedor deberá pagar un monto dinerario. Pero dicho monto dinerario no se paga por estricto incumplimiento de alguna obligación, sino por la simple asunción de un riesgo desconocido, tal y como lo hace un asegurador en virtud de un contrato de seguro.

En las fusiones y adquisiciones, las declaraciones y garantías funcionan en términos económicos como lo hace un contrato de seguro, por el cual el vendedor declarante asume la posición de asegurador frente al comprador que asume la calidad de beneficiario. No existen obligaciones que se puedan incumplir desde que en virtud de una declaración y garantía no surgen obligaciones ni estamos frente a un plazo de cumplimiento. Simplemente estamos ante una relación contractual de garantía, por el cual, el vendedor asume un riesgo (conocido o desconocido) de pleno derecho con su sola declaración de voluntad y acuerda pagar en favor del comprador un monto dinerario conforme a lo pactado en el contrato en caso el riesgo se materialice. En este sentido, es evidente que no nos encontramos ante un incumplimiento contractual; solo se configuraría un supuesto de incumplimiento si una vez que se materialice el riesgo, el vendedor no cumple con pagar el monto prometido. Pero mientras el vendedor esté asumiendo el riesgo, no hay nada que se pueda incumplir de su parte, dado que su cooperación virtual (la asunción del riesgo) opera de pleno derecho. La vigencia de las declaraciones y garantías representa la extensión temporal de la póliza en favor del comprador.

²³ Artículo 1478.- Si la parte que hubiese entregado las arras no cumple la obligación por causa imputable a ella, la otra parte puede dejar sin efecto el contrato conservando las arras. Si quien no cumplió es la parte que las ha recibido, la otra puede dejar sin efecto el contrato y exigir el doble de las arras.

²⁴ Artículo 1479.- Si la parte que no ha incumplido la obligación prefiere demandar la ejecución o la resolución del contrato, la indemnización de daños y perjuicios se regula por las normas generales.

²⁵ Esta decisión podría ser tomada en caso los daños efectivamente sufridos sean mayores al monto de las arras.

²⁶ Otro supuesto de liquidación contractual en fusiones y adquisiciones es el *reverse termination fee*, por el cual, el comprador tiene el derecho a dejar sin efecto el contrato en cualquier momento y sin causa alguna simplemente pagando un monto dinerario previamente pactado (*fee*).

Por ende, si no estamos ante un incumplimiento contractual, no se aplica el régimen legal de responsabilidad contractual, y en concreto, las cláusulas de indemnidades no pueden ser dejadas sin efecto en virtud del artículo 1328 del Código Civil.

Habiendo concluido que la norma imperativa del artículo 1328 del Código Civil no es aplicable a las indemnidades que se pactan en contratos de fusiones y adquisiciones, es más fácil entender por qué la ausencia de culpa conforme al artículo 1314 no es una defensa ante el incumplimiento de las declaraciones y garantías.

Las declaraciones y garantías tienen como propósito principal distribuir riesgos entre las partes, teniendo una cobertura tan amplia que incluso permite la asunción de riesgos desconocidos. Tan cierto es esto, que en el mercado financiero se han creado los seguros contra incumplimiento de las declaraciones y garantías (*Representations and Warranties Insurance - RWI*) (Grosz y Rabinowitz, 2013, p. 1; Meshki y Vongsawad, 2013; Antion y Lang, 2013, pp. 1 y ss.; Wang, 2015, pp. 1 y ss.; Cusinato y Chubb, 2013 pp. 1 y ss.). Si el vendedor estuviera totalmente seguro de los riesgos que está asumiendo en virtud de las declaraciones y garantías, ¿por qué asumiría un seguro? Porque alguna contingencia podría materializarse pero sobre todo por el desconocimiento de pasivos ocultos o cualquier otro riesgo que no pueda ser identificado por ambas partes y que pueda explotar en cualquier momento.

A pesar de la eventual existencia de algún riesgo desconocido, las partes se anticipan y distribuyen entre ellas las consecuencias negativas de eventos adversos. Tal es el reconocimiento de las partes de su incapacidad para asumir todo tipo de riesgos que se han creado los seguros contra incumplimiento de las declaraciones y garantías.

Teniendo en cuenta este escenario, es hasta redundante señalar que la ausencia de culpa no puede ser alegada como defensa ante la materialización de algún riesgo. Como señala claramente Carrasco Perera: “Quien afirma lo que ignora, responde, aunque no incurra en dolo” (2004, p. 331). Pero más interesante, ni siquiera la causa no imputable puede ser alegada como excusa para evitar el pago de las indemnidades frente al incumplimiento de las declaraciones y garantías (Barros y Rojas, 2009, pp. 10 y 18). El razonamiento es el mismo: si el vendedor asume un riesgo desconocido y acuerda en

pagar un monto dinerario en favor del comprador en caso el riesgo se materialice, entonces deberá pagar ante la ocurrencia del riesgo simplemente porque así se pactó en el contrato. Claramente un riesgo desconocido se materializará por eventos de causa no imputable, pero incluso en estos supuestos, las partes distribuyen el riesgo de materialización de algún evento que se encuentre fuera del control de las mismas.

En consecuencia, por definición, la asunción de un riesgo no permite alegar a la ausencia de culpa o a la causa no imputable como defensas para evitar el pago de las indemnidades. Nuevamente, al ser las declaraciones y garantías un supuesto de relación contractual de garantía diferente a las relaciones obligatorias, no le son aplicables las defensas de la ausencia de culpa o la causa no imputable desde que estamos ante la asunción de riesgos.

Esto no quiere decir que el vendedor no tenga ningún medio de defensa en su favor. Serán las mismas partes las que negociarán cuáles serán las defensas que podrá invocar el vendedor. En primer lugar el vendedor podría pactar la inclusión de calificadores de conocimiento o de relevancia para hacer más difícil la probanza del incumplimiento de las declaraciones y garantías. No es lo mismo declarar que “no existen pasivos ambientales que puedan afectar al *target*” a señalar que “no existen pasivos ambientales materiales que puedan afectar al *target*” o señalar que “no existen pasivos ambientales materiales que puedan afectar al *target* según el conocimiento del vendedor” (Hill, 2001, pp. 44-45)²⁷. De esta manera, el incumplimiento de hecho de la declaración ambiental necesariamente no será un incumplimiento según el contrato.

En segundo lugar, el vendedor también puede pactar defensas en la misma cláusula de indemnidades. Si se pactó un deducible por 2 millones de dólares, entonces el comprador no podrá reclamar por un monto menor. La ocurrencia de un daño efectivo no habilita necesariamente al comprador a ejecutar la cláusula de indemnidades.

En conclusión a la presente sección, y con ocasión de los dos laudos citados, los tribunales arbitrales no podrán aplicar el artículo 1328 del Código Civil para dejar sin efecto a las cláusulas de indemnidades ni mucho menos podrán fundamentarse en la ausencia de culpa o la causa no imputable para señalar que las declaraciones y garantías no se incumplieron. La cláusula de indemnidades es

²⁷ “Some of these provisions will include “knowledge” and/or “materiality” qualifiers –that is, the seller represents “no the best of its knowledge”, or only as to matters that are “material”. For instance, the seller might represent that to the best of its knowledge there is no threatened litigation. Or the seller might represent that it has listed all its “material” contracts or is not in “material” default on these contracts.”

un supuesto de liquidación contractual diferente a los supuestos de responsabilidad civil, y por ende, no se le aplica el régimen legal de responsabilidad contractual. A su vez, dado que la cláusula de declaraciones y garantías permite distribuir riesgos desconocidos entre las partes, carece de sentido alegar las defensas de la ausencia de culpa y la causa no imputable. Solo podrán alegarse en favor del vendedor las defensas pactadas expresamente en el contrato (entre ellas, los calificadores o cualquier otro filtro que se incluya en el contrato).

B. Los acuerdos no vinculantes

1. Laudo arbitral

En un arbitraje se demandó el pago de una penalidad por ruptura injustificada de un Memorándum de Entendimiento (*Memorandum of Understanding*) [en adelante, MOU]. Las partes habían iniciado el *due diligence* dentro del marco de un MOU, el cual señalaba que las partes podían retirarse de las negociaciones en cualquier momento siempre que sea de buena fe. En caso la ruptura de las tratativas sea de mala fe, el comprador debería pagar una penalidad en favor del vendedor.

El MOU señalaba que después de los resultados del *due diligence*, el comprador debería informar al vendedor si los resultados le parecían negativos o positivos. De ser negativos, debería negociar con el vendedor una reducción del precio, de lo contrario, podría retirarse justificadamente de las tratativas.

En el caso en concreto, los resultados fueron negativos y el comprador se retiró de la operación. El vendedor demandó el pago de la penalidad pactada. El comprador señaló que podía separarse en cualquier momento del MOU sin pago de penalidad alguna dado que el MOU era un acuerdo no vinculante.

Para el tribunal arbitral, el pacto de una cláusula penal era prueba suficiente de que el MOU era un contrato, esto es, un acuerdo vinculante. Anecdóticamente, este laudo no tuvo más de veinte páginas.

2. ¿Qué son los acuerdos no vinculantes?

En el derecho del *Civil Law* tenemos a los contratos preparatorios que son precontratos que regulan la posibilidad de celebrar un contrato definitivo.

Entre ellos están el contrato de obligación de contratar²⁸ y el contrato de opción²⁹. Claramente, estamos ante contratos, y por ende, generan efectos vinculantes entre las partes conforme al principio *pacta sunt servanda*³⁰.

Por el contrario, las negociaciones en el *Common Law* y en el derecho contractual financiero son distintas y manejan una terminología diferente. En la etapa precontractual del *Common Law*, tenemos a los acuerdos preliminares (*preliminary agreements*) los cuales pueden ser acuerdos vinculantes o no vinculantes. Por eso se habla de “acuerdo” en vez de “contrato” dado que solo serán contratos aquellos acuerdos que a su vez sean vinculantes, mientras que los acuerdos no vinculantes son una especie de acuerdos morales que si bien no tienen efectos legales, tienen un carácter más comercial y reputacional.

Como señala la Sección §21 del *Restatement (Second) of Contracts*, las partes pueden señalar expresamente que el acuerdo que están suscribiendo no tiene efectos vinculantes:

§21. Intention to be Legally Bound

Neither real nor apparent intention that a promise be legally binding is essential to the formation of a contract, but a manifestation of intention that a promise shall not affect legal relations may prevent the formation of a contract.

Cuando decimos que un acuerdo no vinculante no genera efectos jurídicos, entiéndase con relación a la obligación de celebrar un contrato definitivo. Esta precisión es importante dado que con ocasión de un acuerdo no vinculante podrían devenir ciertos efectos jurídicos como la obligación de pagar daños o la obligación bursátil de comunicar al mercado la existencia de un acuerdo no vinculante para la adquisición de una empresa (en caso de empresas listadas).

A su vez, sin perjuicio que un acuerdo no sea vinculante (no genera la obligación de celebrar el contrato definitivo), puede tener ciertos extremos que sí se pactan expresamente como vinculantes: el pacto de confidencialidad (*non-disclosure*), no competencia (*non-compete*), alguna penalidad ante el incumplimiento del pacto de confidencialidad o no competencia, ley aplicable, convenio

²⁸ Artículo 1414.- Por el compromiso de contratar las partes se obligan a celebrar en el futuro un contrato definitivo.

²⁹ Artículo 1419.- Por el contrato de opción, una de las partes queda vinculada a su declaración de celebrar en el futuro un contrato definitivo y la otra tiene el derecho exclusivo de celebrarlo o no.

³⁰ Artículo 1361.- Los contratos son obligatorios en cuanto se haya expresado en ellos.

Se presume que la declaración expresada en el contrato responde a la voluntad común de las partes y quien niegue esa coincidencia debe probarla.

arbitral, entre otros. De esta manera, con relación a los efectos vinculantes, un acuerdo podría ser: (a) no vinculante en su totalidad; (b) principalmente no vinculante con extremos vinculantes; y (c) completamente vinculante.

En el caso de los acuerdos completamente vinculantes estaríamos ante algo similar –en algunos casos– a un contrato preparatorio tal y como lo conocemos en el *Civil Law*, pero la equiparación no es exacta. Los contratos preparatorios normalmente ya contienen todos los elementos esenciales del contrato definitivo y por ende puede ejecutarse el precontrato para celebrar el contrato definitivo. Por el contrario, los acuerdos preliminares (sean vinculantes o no vinculantes), están destinados a regular cómo las partes deberán negociar; en otras palabras, se detallan cuáles serán los pasos a seguir si las partes quieren llegar a celebrar el contrato definitivo.

Efectivamente, en el caso del acuerdo vinculante, el mismo podría parecerse mucho a un contrato preparatorio como lo es el contrato de obligación de contratar, sin embargo, existen diferencias prácticas muy importantes. Para ello es importante distinguir entre la noción de vinculatoriedad (*binding*) y ejecutabilidad (*enforceable*). Un acuerdo puede ser vinculante (en el sentido que es un contrato) y a la vez puede sufrir de indefinición (*indefinite agreements*) (Murphy *et al.* 1997, pp. 384 y ss.), en el sentido que no contiene todos los elementos necesarios que lo hagan susceptible de ejecución, ante defecto de pacto o norma supletoria (Temkin, 1986, pp. 133-134)³¹.

Un ejemplo claro es cuando las partes están negociando un acuerdo vinculante pero aún no definen la cantidad del bien que se enajenará. Si el comprador regula las tratativas con efectos vinculantes con ocasión de la adquisición de acciones del *target*, pero señala que el número de acciones se determinará después de realizado el *due diligence*, este acuerdo vinculante –a pesar de ser un contrato– no podrá ejecutarse porque no puede transferirse

un bien si no se ha definido claramente la cantidad. Desde que no existe pacto o norma supletoria que regule la cantidad de acciones que compraría el adquirente, el acuerdo no podrá ser ejecutado a pesar de pactarse con carácter vinculante.

Lo contrario ocurre en el contrato de obligación de contratar, el cual debe contener todos los elementos esenciales del contrato definitivo, de manera que el mismo pueda ejecutarse en el momento pactado. Tanto es así que ante el incumplimiento de una de las partes de celebrar el contrato definitivo, procede la ejecución forzada³². Claramente, la ejecución forzada no sería posible en un acuerdo vinculante que no ha sido totalmente completado. Por ello, se deberá analizar el contenido de un acuerdo completamente vinculante para determinar si el mismo solo está regulando las tratativas (y por ende, aún no puede ejecutarse) o si se trata de un verdadero contrato preparatorio que pueda ejecutarse para celebrar el contrato definitivo.

Los acuerdos no vinculantes reciben diferentes denominaciones que suelen usarse de manera indistinta (Konevsky, 2011, p. 1; Testani y Lentz, 2010, p. 1): memorándum de entendimiento (MOU), carta de intención (*letter of intent*), acuerdo en principio (*agreement in principle*), acuerdo para acordar (*agreement to agree*), hoja de términos (*terms sheet*), o acuerdo de caballeros (*shakehand understanding*). Debemos advertir que si queremos expresarnos correctamente, el MOU, la carta de intención y la hoja de términos no son exactamente lo mismo³³, sin perjuicio que en la práctica se usen de manera indistinta. Al final, todo dependerá del contenido del documento que contiene al acuerdo. En esta ocasión, utilizaremos el término “MOU” como sinónimo de acuerdo no vinculante, salvo mención expresa en contrario.

Teniendo en cuenta que en el derecho americano se regulan expresamente a los acuerdos no vinculantes, las controversias que surgen con relación a ellas tienen ciertas particularidades. A diferencia del *Civil Law*, en el *Common Law* la buena fe no

³¹ “First, in each of the cases, courts have found that the “agreement in principle” was sufficiently complete because it contained the essential terms of the contract. Thus, through use of gap-fillers and the implication of a good faith duty on each of the parties, a court could supply the missing terms to make the preliminary agreement sufficiently definite to be enforced”

³² Artículo 1418.- La injustificada negativa del obligado a celebrar el contrato definitivo otorga a la otra parte alternativamente el derecho a:

1.- Exigir judicialmente la celebración del contrato.

2.- Solicitar se deje sin efecto el compromiso de contratar.

En uno u otro caso hay lugar a la indemnización de daños y perjuicios.

³³ La carta de intención puede ser una oferta (vinculante o no) que demuestre la intención de celebrar un negocio, y en este sentido, aún no se ha formado el consentimiento necesario para celebrar el contrato definitivo; mientras que el MOU puede contener la declaración de ambas partes (oferta y aceptación), el cual podrá ser ejecutado si es vinculante y si contiene todos los elementos esenciales del contrato definitivo. Por otro lado, la hoja de términos es básicamente un temario que contiene los temas sobre los cuales las partes deberán negociar.

existe en la etapa pre contractual. Mientras que en el Civil Law existen normas que exigen a las partes a negociar de buena fe (en el caso peruano, el artículo 1362° del Código Civil), en el derecho americano la buena fe solo se aplica en el cumplimiento (*performance*) y ejecución (*enforcement*) del contrato conforme a la Sección § 205 del Restatement (*Second*) of Contracts:

§ 205. Duty Of Good Faith And Fair Dealing

Every contract imposes upon each party a duty of good faith and fair dealing in its performance and its enforcement.

En este sentido, al no existir la buena fe en las tratativas, las partes tiene la posibilidad de retirarse de las negociaciones en cualquier momento sin responsabilidad alguna³⁴. Esto se conoce como la visión aleatoria (*aleatory view*) de las tratativas: cada parte asume sus propios costos en las negociaciones, de manera que si las tratativas se caen, una parte no es responsable frente a la otra (Farnsworth, 1987, p. 221)³⁵. Por tal motivo, las controversias sobre si un acuerdo era o no vinculante (los cuales son usados principalmente en operaciones corporativas y financieras) fueron resueltas en virtud de una metodología denominada como “*all-or-nothing*” (Fuller y Perdue, 1937, pp. 419-420; Knapp, 1969, pp. 673-674; Temkin, 1986, pp. 133 y ss.; Ben-Shahar, 2010, p. 979 y ss.; Bebchuk y Ben-Shahar, 2001, pp. 423 y ss.): o el acuerdo era vinculante y procedía la ejecución forzada (*speci-*

fic performance) (Kronman, 1978, pp. 351 y ss.; Schawrtz, 1979, pp. 271 y ss.; Ulen, 1984, pp. 341 y ss.; Eisenberg, 2005, pp. 975 y ss.; Shavell, 2006, pp. 831 y ss.)³⁶ o el acuerdo no era vinculante y el comprador tenía derecho a salir de las tratativas en cualquier momento y sin responsabilidad alguna.

Mientras que en *Civil Law* se parte de la premisa que un acuerdo firmado es vinculante, en el *Common Law* se empieza por analizar el contenido del acuerdo para determinar si el mismo es vinculante o no. Claramente estamos ante acuerdos que no decían nada al respecto, pues si el acuerdo señala expresamente que el mismo no es vinculante, entonces las cortes tienden a respetar estos pactos. Debido a los diversos criterios que utilizaron las cortes americanas para determinar si a defecto de pacto un acuerdo es vinculante o no, se emitieron pronunciamientos contradictorios. Por ejemplo, mientras que en *Empro v. Ball-Co*³⁷ el Juez Easterbrook³⁸ señaló que el acuerdo en mención no era vinculante desde que las partes estaban en negociaciones, en *Global Asset Capital, LLC v. Rubicon US Reit, Inc.*³⁹ la Corte de Delaware señaló que si las partes quieren que un acuerdo no sea vinculante, ello debe estar expresamente pactado en el acuerdo.

Sin perjuicio de los pronunciamientos contradictorios que suelen emitirse en la experiencia comparada (sobre todo americana) –que han llevado a Posner a señalar que estamos ante “one of the most difficult areas of Contract law”⁴⁰– queda claro que

³⁴ Esto no quiere decir que los contratantes americanos se encuentren totalmente desprotegidos de los comportamientos abusivos y oportunistas de quien se aparte de las negociaciones sin causa alguna. En el derecho americano –y así lo han reconocido las cortes– existen remedios específicos para cobrar daños (principalmente el interés negativo) en caso algún contratante se aparte de las tratativas –como nosotros decimos– de mala fe. Entre estos remedios específicos se encuentran el *promissory estoppel*, el *misrepresentation*, el *unjust enrichment* o el pacto expreso del *duty of good faith* en las negociaciones.

³⁵ “At the root of this view of the precontractual period is what I call the common law’s “aleatory view” of negotiations: a party that enters negotiations in the hope of the gain that will result from ultimate agreement bears the risk of whatever loss results if the other party breaks off the negotiations. That loss includes out-of-pocket costs the disappointed party has incurred, any worsening of its situation, and any opportunities that it has lost as a result of the negotiations. All is hazarded on a successful outcome of the negotiations; all is lost on failure. As an English judge expressed it, “he undertakes this work as a gamble, and its cost is part of the overhead expenses of his business which he hopes will be met out of the profits of such contracts as are made [...]” This aleatory view of negotiations rests upon a concern that limiting the freedom of negotiation might discourage parties from entering negotiations.”

³⁶ En el derecho americano la ejecución forzada es un remedio excepcional que solo procede cuando el pago de daños no es un remedio más adecuado y eficiente. La regla tradicional es que el deudor no celebra el contrato para cumplirlo, sino para pagar daños en caso ya no le resulte conveniente cumplir. Si el pago de daños no es suficiente para compensar plenamente a la víctima (*to be made whole*) y si el bien objeto del contrato es único y no fungible, entonces procede la ejecución forzada.

³⁷ 729 SW2d 768, Tex 1978.

³⁸ El juez Frank Easterbrook es uno de los padres del análisis económico del derecho corporativo y autor de “*The Economic Structure of Corporate Law*”, una de las obras más importantes de derecho corporativo en Estados Unidos de América.

³⁹ Del. Ch. Nov. 16, 2009

⁴⁰ *Venture Associates Corporation v. Zenith Data Systems Corporation*, 987 F.2d 429: “One of the most difficult areas of Contract law concerns the enforceability of letters of intent and other preliminary agreements, and in particular the subset of such agreements to negotiate toward a final contract. When if ever are such agreements enforceable as contracts? If they are enforceable, how is a breach to be determined? Is “breach” even the right word? Or is the proper rubric “bad faith”? Could the duty of good faith negotiation that a letter of intent creates be a tort duty rather than a contract duty, even though created by contract? And can the victim of bad faith ever get more than his reliance damages?”

la primera pregunta que deben resolver las cortes en una controversia sobre un MOU es si el mismo es vinculante o no. Solo si se resuelve que el acuerdo es vinculante, el mismo podrá ejecutarse y celebrarse el contrato definitivo. Esta particularidad se justifica en el hecho que en el derecho americano existe la categoría de los acuerdos no vinculantes, y en general, porque cuando se define al MOU, la carta de intención, al acuerdo en principio, entre otros, se señala que los mismos son acuerdos no vinculantes (*non-binding agreements*) (Brodsky, 2008, p. 16; Horowitz y Schneiderman, 2011, p. 1; Fazio y Mathie, 2013, p. 26). Al partirse de la premisa que los acuerdos no son vinculantes, es labor de las cortes resolver si el mismo efectivamente no es vinculante o, por el contrario, si es vinculante y debe celebrarse el contrato definitivo (Ben-Shahar, 2010, p. 978)⁴¹.

Por su parte, al no existir la categoría general de los acuerdos no vinculantes en el Perú (como en los demás países del *Civil Law*), las cortes parten de la premisa que el documento titulado como MOU es un contrato preparatorio atípico. Debemos precisar –antes de retomar el análisis del laudo arbitral citado– que no existen inconvenientes legales para que los acuerdos no vinculantes puedan ser pactados en el Perú.

En primer lugar, el artículo 140 del Código Civil señala como uno de los elementos esenciales de todo negocio jurídico la manifestación de voluntad para crear una relación jurídica⁴². Si las partes señalan expresamente en su acuerdo que el mismo no es vinculante, entonces no habrá manifestación expresa de las partes, y en consecuencia, no nacerá un contrato.

En segundo lugar, conforme al artículo 1359 del Código Civil⁴³, no hay contrato hasta que las partes no se hayan puesto de acuerdo en todos los términos y condiciones del mismo. Si las partes aún no han negociado todos los términos del contrato definitivo, entonces el acuerdo preliminar no será

aún un contrato. En otras palabras, en términos civiles, un acuerdo no vinculante es un supuesto de inexistencia desde que no se presenta la manifestación de voluntad suficiente y necesaria para que pueda configurarse una relación jurídica patrimonial (sea un precontrato o el contrato definitivo).

Habiéndose mencionado las particularidades de los acuerdos no vinculantes en el derecho americano y de cómo los mismos pueden pactarse en el Perú, retomamos al análisis del laudo arbitral citado.

Habría sido interesante si el tribunal arbitral se hubiera tomado más tiempo en analizar si el MOU en concreto era o no un acuerdo vinculante. Desde que la categoría de los acuerdos no vinculantes no está regulada legalmente en el Perú, el tribunal arbitral concluyó sin mayores complicaciones que el documento titulado como MOU era vinculante (esto es, un precontrato).

En el caso en concreto, la penalidad se pagaba en caso el comprador se apartara de las negociaciones de mala fe. En otras palabras, se reguló a través de una penalidad el resarcimiento que pagaría el comprador por ruptura injustificada de las tratativas conforme al artículo 1362 del Código Civil⁴⁴. En vez de acudir a la vía arbitral para liquidar los daños, las partes pactaron una cláusula penal.

La cláusula penal, por definición, se pacta para garantizar obligaciones, y las obligaciones son efectos legales del contrato. Si el MOU contenía una cláusula penal, entonces tiene sentido que el tribunal arbitral haya concluido que el MOU era un contrato desde que la cláusula penal se pacta ante el incumplimiento de obligaciones.

Sin perjuicio de que el razonamiento del tribunal arbitral sea el correcto, al menos de manera preliminar, es necesario preguntarnos: ¿es posible pactar una cláusula penal ante la ruptura de las tratativas reguladas por un acuerdo no vinculante? En otras palabras, ¿es posible que se pacte un

⁴¹ “There are various factors in the surrounding circumstances that can help courts identify the parties’ intent: the language of commitment that the parties used (for example, “nonbinding agreement”); the importance of the missing terms (for example, price); conduct indicating that the parties believed they had a commitment (for example, reliance by both parties); and the like.”

⁴² Artículo 140.- El acto jurídico es la manifestación de voluntad destinada a crear, regular, modificar o extinguir relaciones jurídicas. Para su validez se requiere:

- 1.- Agente capaz.
- 2.- Objeto física y jurídicamente posible.
- 3.- Fin ilícito.
- 4.- Observancia de la forma prescrita bajo sanción de nulidad.

⁴³ Artículo 1359.- No hay contrato mientras las partes no estén conformes sobre todas sus estipulaciones, aunque la discrepancia sea secundaria.

⁴⁴ Artículo 1362.- Los contratos deben negociarse, celebrarse y ejecutarse según las reglas de la buena fe y común intención de las partes.

acuerdo no vinculante con una cláusula penal vinculante que se pague en caso una de las partes se retire de las tratativas de mala fe? Si el MOU no es vinculante, entonces no surgen obligaciones, y si no surgen obligaciones, entonces no podría pactarse una cláusula penal. Por el contrario, si se pacta una cláusula penal esto quiere decir que existen obligaciones, y este es una fuerte prueba de que el MOU es vinculante.

A pesar de lo mencionado, en el arbitraje en concreto la penalidad se desencadenó ante el incumplimiento del deber de negociar de buena fe, y este deber se impone de manera imperativa en virtud del artículo 1362 del Código Civil que señala que las partes deben negociar los contratos de buena fe. En otras palabras, el deber de negociar de buena fe tiene fuente legal y siempre se aplicará a las negociaciones al ser una norma imperativa. El incumplimiento de este deber da lugar al supuesto de responsabilidad precontractual por ruptura injustificada de las tratativas, siempre y cuando, además del actuar de mala fe, se pruebe que la contraparte confió legítimamente en la celebración del contrato definitivo.

En este sentido, si las partes siempre podrán ser responsables en virtud del artículo 1362 en caso se configuren los presupuestos de la ruptura injustificada de las tratativas (mala fe + confianza legítima), ¿por qué no liquidar previamente dicho monto para evitar los costos de probanza y litigio? Al tratarse de una obligación de fuente legal, las partes podrían pactar una penalidad en caso se incumpla dicha obligación (Mazzarese, 1999, p. 594). De esta manera, la inclusión de una cláusula penal no convierte al MOU en vinculante desde que el deber de negociar de buena fe no tendría como fuente al MOU sino a la ley, en concreto, al artículo 1362 del Código Civil.

En conclusión, la próxima vez que un tribunal arbitral tenga la posibilidad de resolver una controversia relacionada a un MOU en donde se ha pactado una penalidad frente a la ruptura injustificada de las tratativas, ello no será prueba suficiente para señalar que el MOU es vinculante (esto es, un contrato). Deberá analizarse el MOU independientemente de la inclusión de la cláusula penal. Si el tribunal arbitral concluye que el MOU no es vinculante (porque de la redacción del mismo quedó

claro que las partes no pretendieron vincularse legalmente sino hasta que se firmara un contrato definitivo), dicha conclusión se mantiene cierta incluso ante el pacto de una cláusula penal, desde que la misma sería una liquidación contractual frente al deber de negociar de buena fe, la cual tiene fuente legal.

3. La firma y el cierre de contrato

a) Caso arbitral

El comprador quería adquirir un proyecto minero de propiedad de un *Special Purpose Vehicle*⁴⁵, en adelante SPV, de titularidad del vendedor. Para realizar la adquisición, el comprador constituyó una subsidiaria⁴⁶ para que sea la parte contractual del vendedor.

Después de negociaciones, la subsidiaria y el vendedor acordaron la firma del contrato para determinada fecha, en la cual la subsidiaria pagaría la primera parte del precio y el resto según un cronograma de pago pactado. A pesar de ello, la subsidiaria comunicó que ya no realizaría la adquisición del SPV desde que su matriz (el comprador) decidió en negarle los fondos necesarios para pagar el precio y cerrar la compra. Desde que no se había firmado el contrato, la subsidiaria señaló que tenía libertad para abandonar las negociaciones. Ante ello, el vendedor demandó en arbitraje.

El vendedor solicitó como pretensión principal la ejecución forzada del contrato y el resarcimiento del daño. En caso el tribunal arbitral considerase que no hubo contrato, se planteó como pretensión subordinada a la pretensión principal que se pagara el resarcimiento por ruptura injustificada de las tratativas.

Antes que el tribunal arbitral se instalara, las partes llegaron a un acuerdo.

b) Entre la firma y el cierre

Es común que en los contratos de fusiones y adquisiciones bajo ley americana se diferencie entre la firma (*signing* o *execution*) y cierre (*closing*) del contrato (Miller, 2009, p. 2012; Choi, y Triantis, 2010, p. 863)⁴⁷. Una de las razones de este intervalo de tiempo se encuentra en la desconcentra-

⁴⁵ Las sociedades de propósito especial, en el contexto de operaciones de fusiones y adquisiciones, son sociedades que se constituyen con el propósito especial de adquirir al target. Por este motivo: (a) no tiene más activos que las acciones del target, (b) está libre de pasivos, salvo los que haya adquirido con ocasión de la compra del target, (c) no tiene vida corporativa, y (d) no cuenta con trabajadores.

⁴⁶ La cual también es un SPV.

⁴⁷ "In the acquisition of any large business, various corporate and regulatory reasons require that there be an interim period between the date on which the parties enter into a merger agreement (the signing) and the date on which the purchase

ción de capital. Las sociedades pueden tener capital disperso o capital concentrado (Reyes, 2013, p. 13). Cuando la sociedad tiene capital disperso quiere decir que la propiedad de la sociedad es de miles accionistas que aportaron capital a la misma. Dado que son miles los accionistas que tienen participación social en la sociedad, la propiedad de la sociedad se encuentra desconcentrada.

Esto aumenta los costos de transacción para que los accionistas puedan ponerse de acuerdo en dirigir a la empresa. Para solucionar este problema de acción colectiva, se distingue entre la propiedad de la sociedad (tenida por todos los accionistas) y el control sobre la sociedad (aquellos que la dirigen). La distinción entre control y propiedad permite que la sociedad sea de titularidad de aquellos que no la dirigen y que la administración sea de aquellos que no son propietarios (Berle y Means, 2009, p. 22; Marks, 2000, p. 692). Así se distribuyen las tareas y riesgos de manera eficiente (Manne, 1967, p. 261). Los administradores dirigen la empresa y asumen los riesgos de sus decisiones corporativas mientras que los accionistas se limitan a aportar capital (inversión pasiva) y arriesgan como máximo el capital aportado.

Por el contrario, cuando el capital de la sociedad es concentrado, son pocos los accionistas que ostentan propiedad sobre la sociedad, y por ende, los accionistas mayoritarios son aquellos que ostentan el control sobre la empresa. Así se distingue entre los accionistas pasivos que solo son propietarios y los accionistas que además de ser propietarios ostentan control.

La realidad de las empresas americanas es que las mismas cuentan con un mercado secundario desarrollado en donde los accionistas transan libremente sus acciones (por ejemplo, el *New York Stock Exchange*). A estas empresas que cotizan sus acciones en un mecanismo centralizado de negociación se les conoce como empresas abiertas o públicas, en el sentido que al ser empresas listadas se encuentran bajo la regulación bursátil que bus-

ca la transparencia (*full disclosure*) de los mercados de capitales. En este caso los accionistas son pasivos y se encarga la administración a personas especializadas.

Por el contrario, en países de Latinoamérica, no existen mercados de capitales tan desarrollados que haga de la inversión pasiva la regla. Por ende, se caracterizan por tener capital concentrado.

Teniendo en cuenta que las empresas americanas son típicamente desconcentradas, se entiende por qué se distingue entre la firma y el cierre del contrato de adquisición. La firma del contrato representa el momento en que las partes celebran el contrato y se vinculan legalmente al mismo. Sin embargo, este contrato será válido pero no eficaz hasta que se cumplan con todas las condiciones pactadas. Dado que se distingue entre control y propiedad, los accionistas no son los que ejecutan la adquisición sino la administración. Por ello, se necesitará la aprobación de los accionistas (del vendedor, y del comprador el caso también sea una empresa listada). Adicionalmente, puede ser necesario emitir nuevas acciones por parte del *target* (o incluso por parte del comprador si todo o parte de la contraprestación es en acciones), lo cual deberá seguir el procedimiento respectivo conforme a la regulación bursátil. También se podría necesitar cumplir con los requerimientos de la ley antimonopolista Hart-Scott-Rodino, [en adelante, HSR], para garantizar que la adquisición o fusión no afecte el mercado correspondiente al generar demasiada concentración que llegue a producir un monopolio. A su vez, si se trata de una empresa que opera en alguna industria en particular, puede ser necesario cumplir con determinados trámites regulatorios. De la misma manera, el cierre de la adquisición se suele condicionar a que el comprador adquiera el financiamiento necesario. El cumplimiento de todas estas condiciones puede llegar a demorar entre un par de meses hasta incluso un año (Gilson y Schwartz, 2005, pp. 333-334; Kling *et al.* 1997, p. 781; Macias, 2009, p. 1)⁴⁸.

price is paid and the ownership of the business is transferred (the closing)."; "By their terms, acquisition agreements are not binding on the parties unless the closing conditions are satisfied or waived. In essence, therefore, they define the contingencies under which the parties are free to walk away from the deal."

⁴⁸ "More commonly, a significant temporal gap does exist. A regulatory regime may require delay. For example, the regime may require a shareholder vote so that a proxy statement must be prepared and filed with the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). The consideration for the merger may be issuer securities, whose offer must be registered under the Securities Act of 1933. The Hart-Scott-Rodino Premerger Notification Act may require a filing and a waiting period. Agency approval of the transaction may be required, as with a bank merger. Delay also may reflect regulatory convenience, as when the parties seek a revenue ruling from the Internal Revenue Service (IRS) concerning the deal's tax consequences. Finally, delay may result from the nature of the transaction itself; due diligence for some deals can take considerable time. As a consequence of these factors, mergers seldom close within 90 days of execution of the acquisition agreement and are sometimes delayed for as long as a year."; "Before discussing how specific provisions operate in each type of acquisition, it is important to note at the outset that most transactions have a period between the signing of the agreement-the time when the parties become legally obligated to effect the transaction-and the closing, which is when the acquisition actually occurs. A number of reasons explain the delay between signing and closing. Stockholder approval

Debido a tal contexto jurídico, las partes celebran el contrato y esperan cumplir con todas las condiciones pactadas para que se produzca el cierre del mismo. El cierre es el momento en el cual el comprador asume el riesgo de adquisición del *target*, y a cambio paga el precio en favor del vendedor. En este sentido, una vez adquirido al *target*, el comprador no puede realizar reclamos al vendedor salvo en lo que se haya pactado expresamente. Normalmente, debido a la naturaleza de la empresa listada que se compra, no suelen sobrevivir declaraciones y garantías ni cláusulas de indemnidades, a diferencia de la adquisición de empresas privadas.

Debido a la americanización del derecho contractual financiero, en países como el Perú se suele diferenciar entre firma y cierre incluso para la adquisición de empresas no listadas. Todo dependerá de cómo las partes hayan estructurado la operación: si la firma y el cierre se realizan en un solo momento o si los mismos no son simultáneos. Si la firma y el cierre son simultáneos, entonces no hay contrato hasta que se produzca la firma del contrato (que representará a su vez el cierre del mismo). Si la firma y el cierre no son simultáneos, entonces habrá contrato pero el mismo no será eficaz hasta que se cumplan con todas las condiciones precedentes. Una vez que se cumplan las condiciones recién procederá el cierre del contrato y la transferencia de la empresa a cambio del precio acordado.

¿Cuál es la diferencia entre que la firma y el cierre sean simultáneos a que no lo sean? ¿Qué opción es más conveniente para el vendedor o el comprador? El caso arbitral citado nos permitirá responder estas preguntas.

En nuestra opinión, a pesar que las negociaciones hayan estado tan avanzadas hasta el punto de haberse definido una fecha para firmar (y cerrar) el contrato (sin perjuicio que el pago del precio fuese diferido), no puede concluirse que en el caso en concreto se haya celebrado un contrato, y en consecuencia, no era procedente la ejecución forzada. Esto demuestra la conveniencia en favor del vendedor de diferenciar entre firma y cierre del contrato.

Si bien la firma da lugar a un contrato válido pero ineficaz, el beneficio para el vendedor es precisamente que existe un contrato y se produce un principal efecto: el efecto vinculatorio. En este sentido, el comprador no puede dejar sin efecto el contrato si no tiene una excusa legal que se lo permita. La principal defensa del comprador será el incumplimiento de alguna condición precedente, pero si no logra probar tal incumplimiento, entonces procederá el cierre del contrato y la transferencia de la empresa. Adicionalmente a la ejecución forzada se podrá agregar el resarcimiento del daño (en caso se pruebe que el retraso en el cierre del contrato produjo daños al vendedor).

De manera alternativa, en caso el vendedor no decida por la ejecución forzada, podrá resolver el contrato y solicitar el pago del interés positivo, esto es, el beneficio que hubiera recibido si el contrato se hubiera cerrado.

Claramente, en virtud a los remedios disponibles, el vendedor se encuentra en mejor posición si la firma y el cierre no son simultáneos. Si la firma y el cierre se producen en un solo momento, no habrá contrato y en el mejor de los casos, el vendedor solo podrá reclamar el resarcimiento del interés negativo (lo costos de transacción incurridos para lograr la celebración del futuro contrato) pero nunca la ejecución forzada. En este sentido, si el incumplimiento le resulta eficiente al comprador, podrá arrepentirse en el último momento y pagar como máximo el interés negativo en favor del vendedor. Si bien en el derecho americano se ha admitido –según Posner– que teóricamente procedería el resarcimiento del interés positivo siempre y cuando la parte perjudicada pueda probar que el beneficio de la transacción era previsible antes de que exista un contrato (desde que en el derecho americano se resarcen todos los daños previsibles en virtud del *leading case* *Hadley v. Baxendale*) (Testani y Lentz, 2010, p. 2 ; Eisenberg, 1992, pp. 563 y ss.)⁴⁹, por el contrario, es claro en el derecho continental que en caso de ruptura injustificada de las tratativas solo se paga el interés negativo, y tal vez, el costo de oportunidad si se prueba con éxito.

by the seller's shareholders (or the buyer's) may be required. There may be antitrust filings under the Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act of 19761 or other regulatory approvals necessary. Moreover, the buyer may need a period of time after the agreement has been signed to line up its financing. This delay necessitates a number of provisions, which will be discussed at length below.”; “Because of the relatively long period between the announcement and completion of the acquisition (4.5 months, on average in this study), the probability of adverse events that can alter the expected wealth gains from the acquisition is nontrivial...”

⁴⁹ “In considering the proper measure of damages, Judge Posner penned the following passage, which parties are sure to see if they ever find themselves embroiled in litigation over the proper measure of damages for the breach of a binding provision in an expressly non-binding preliminary agreement: Damages for breach of an agreement to negotiate may be, although they are unlikely to be, the same as the damages for breach of the final contract that the parties would have signed had it not been for the defendant's bad faith. If, quite apart from any bad faith, the negotiations would have broken down, the party led on by the other party's bad faith to persist in futile negotiations can recover only his reliance

Incluso al vendedor le conviene firmar el contrato, aunque no se trate del cierre, dado que el incumplimiento de alguna de las condiciones precedentes no implicará necesariamente que el comprador vaya a terminar el contrato. A diferencia de la regulación supletoria del Código Civil respecto a las condiciones suspensivas, el incumplimiento de alguna condición precedente no produce la ineficacia de pleno derecho del contrato, por el contrario, se otorga un derecho potestativo en favor del comprador para que éste termine el contrato (García, 2016, p. 120)⁵⁰. Esta pausa le otorga al comprador la posibilidad de forzar la renegociación del contrato (usualmente la reducción del precio) bajo apercibimiento de terminar el mismo. Por ejemplo, una condición estándar en todo contrato de adquisición de empresa es la ausencia de un MAC (*material adverse change*) a la fecha de cierre. Como se ha demostrado en la experiencia americana, la alegación de un MAC es más una amenaza que una realidad (Hall, 2007) desde que los compradores usan la alegación del MAC (esto es, el incumplimiento de una condición precedente) para forzar a los vendedores a negociar la reducción del precio pactado (Davidoff, 2011; Cicarella, 2007, p. 426-427; Toub, 2003, p. 858)⁵¹.

Finalmente, desde la perspectiva del comprador—y como ya hemos adelantado— si la firma y el cierre son simultáneos, mientras no haya contrato solo responderá por el resarcimiento del interés negativo. En caso la firma y el cierre no sean simultáneos, aún tendrá la posibilidad de renegociar el precio ante el incumplimiento de alguna condición, y en caso no sea posible la renegociación, terminar el contrato sin costo alguno, esto sin, tener que pagar algún monto dinerario en favor del vendedor⁵².

En el caso en concreto, el hecho que la firma y el cierre sean simultáneos no fue favorable para el vendedor, desde que solo hubiera podido ganar su pretensión subordinada para el pago del interés negativo por ruptura injustificada de las tratativas.

IV. REFLEXIONES FINALES

El objetivo del presente trabajo ha sido demostrar las particularidades del derecho contractual financiero y cuál es la utilidad que justifica que la misma sea utilizada como sustituto de la regulación supletoria del Código Civil. Sin embargo, dicha utilidad se vuelve ilusoria si los tribunales arbitrales no comprenden cómo funcionan las cláusulas americanas y cómo las mismas pueden pactarse válidamente en el Perú.

Es importante mantener la autonomía de las cláusulas americanas dado que ellas han sido creadas para cubrir las deficiencias de la regulación civilista, y en este sentido, la regulación civilista no puede imponerse sobre ellas. El principal obstáculo siempre será la aplicación de normas supletorias indeseadas, y sobre todo, la aplicación de normas imperativas. La labor de los tribunales arbitrales es mantener la autonomía y utilidad de las cláusulas americanas e impedir que normas imperativas las dejen sin efecto. Caso contrario, no tendría sentido importar estas figuras extranjeras. Desde que el derecho financiero americano se ha estandarizado en el mundo, el Perú no puede ser ajeno a dicho fenómeno, y efectivamente, en las negociaciones no lo es.

El derecho financiero es por definición dinámico, porque son inciertos los mercados de capitales. En

damages—the expenses he incurred by being misled, in violation of the parties' agreement to negotiate in good faith, into continuing to negotiate futilely. **But if the plaintiff can prove that had it not been for the defendant's bad faith the parties would have made a final contract, then the loss of the benefit of the contract is a consequence of the defendant's bad faith, and, provided that it is a foreseeable consequence, the defendant is liable for that loss—liable, that is, for the plaintiff's consequential damages.**"

⁵⁰ "En el *Civil Law*, si la condición se incumple, el contrato es ineficaz de manera definitiva, automática y de pleno derecho. Las partes no tienen que realizar algún comportamiento posterior para determinar la eficacia o ineficacia del contrato. Vencido el plazo de vigencia de la condición, si ella se incumplió, el contrato será ineficaz. En el *Common Law*, si la condición no se cumple, las partes aún tienen la oportunidad para determinar el futuro del contrato. Si la condición no se verifica, surgirá en la parte en cuyo beneficio se pactó la condición un derecho potestativo para terminar el contrato. Se otorga una pausa para que las partes puedan subsanar la ineficacia. El otorgamiento de tal derecho potestativo ante el incumplimiento de la condición otorga a las partes una posibilidad para renegociar los términos del contrato. Si no llegan a un acuerdo, el contrato se terminará."

⁵¹ "...a MAC invocation is really a renegotiation tool for a lower price"; "The acquirer wants a broad MAC clause so that it has maximum leeway to walk away from the deal. More practically, however, a broad MAC clause acts as a bargaining chip for the acquirer: it gives the acquirer leverage to renegotiate the terms of the agreement, *viz.*, a more favorable price. Thus, the occurrence of an alleged MAC usually does not end the relationship because the parties will renegotiate the price to reflect the MAC."; "Traditionally, MAC clauses rarely have been invoked as an "out." Instead of functioning as an "out," the invocation of a MAC "usually operate[s] as an opportunity to renegotiate price." Even in light of a material adverse change, Buyer often still wants to acquire Seller, as long as the price and other key terms of the agreement reflect the fact that a MAC has occurred. In addition, Buyer usually is not willing to invoke a MAC and risk an adverse finding in litigation. On the flip side, Seller cannot afford the risk of termination based on the occurrence of a MAC event."

⁵² Como recordatorio, el incumplimiento de una condición precedente permite al comprador dejar sin efecto el contrato sin responsabilidad alguna, salvo que el vendedor pruebe que el incumplimiento de la condición fue causado por el comprador.

estos contextos se premia la innovación contractual que permita ejecutar transacciones a menor costo. El Código Civil no puede ser una norma estática que se oponga a estas innovaciones. No necesitamos modificar el Código Civil para que el derecho peruano se adecúe a estos cambios, sino comprender correctamente a las instituciones contractuales. No existen problemas en negociar contratos de fusiones y adquisiciones bajo el modelo americano, pero sí se están presentando incoherencias al momento de interpretar dichas cláusulas americanas en sede arbitral. Esperamos que las reflexiones de este trabajo sean útiles para las futuras controversias sobre fusiones y adquisiciones que sean resueltas en arbitraje bajo ley peruana. 🏠

REFERENCIAS

- Afsharipour, A. (2010). "Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees". En: *Vanderbilt Law Review*, (63), pp. 1161 y ss. doi: 10.2139/ssrn.1443613
- Alchian, A. A. y Demsetz, H. (1972). "Production, Information Costs, and Economic Organization". En: *The American Economic Review*, (62), 1972, pp. 777 y ss. doi: 10.1017/cbo9780511817410.015
- Antion, D y Lang, P. (2013). "Representations and Warranties Insurance: An Innovative Solution". En: *Westlaw Journal Delaware Corporate*, (28), 25 de noviembre, pp. 1 y ss.
- Armour, J; Hansmann, H. y Kraakman, R. (2009). "What is Corporate Law?". En: *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*. Segunda Edición. Oxford: Oxford University Press, doi: 10.1093/acprof:oso/9780198739630.003.0001
- Bainbridge, S. M. (2002). *Corporation Law and Economics*. Nueva York: Foundation Press.
- Barros, E. y Rojas, N. (2009). "Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales". En: *Universidad de Chile*, Working Paper, pp. 10 y 18.
- Bebchuk, L. y Ben-Shahar, O. (2001). "Precontractual Reliance". En: *Journal of Legal Studies*, (30), pp. 423 y ss. doi: 10.1086/322057
- Beltrán, J. (2010). "Eclipse: cuando se confunde el Derecho Laboral con el Derecho Civil". En: *Diálogo con la Jurisprudencia*, (143), pp. 385.
- Ben-shahar, O. (2010). "Pre-closing Liability". En: *The University of Chicago Law Review*, (77), pp. 979 y ss. doi: 10.2139/ssrn.1505614
- Berle, A. y Means, G. (2009). *Modern Corporation and Private Property*. Décima reimpresión. Nueva Brunswick: Transaction Publishers, [1932] 2009.
- Betti, E. (1969). *Teoría General de las Obligaciones*. Tomo I. Traducción y notas de Derecho español por José Luis de los Mozos. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado.
- Betti, E. (1994). "Teoria Generale del Negozio Giuridico". Reimpresión corregida de la segunda edición. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane.
- Brodsky, S. (2008). "Federal Courts in New York Provide Framework for Enforcing Preliminary Agreements". En: *New York State Bar Association*, Marzo-Abril, pp. 16.
- Carrasco, A. (2004). "Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento". En J. M. Arjona y A. Carrasco. *Adquisiciones de empresas*. Madrid: Arazandi.
- Choi, A. y Trinitis, G. (2010). "Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions". En: *The Yale Law Journal*, (119).
- Cicarella, J. T. (2007). "Wake of Death: How the Current MAC Standard Circumvents the Purpose of the MAC Clause". En: *Case Western Reserve Law Review*, (57), pp. 426-427.
- Coates, J. C. (2012). "Allocating Risk Through Contract: Evidence from M&A and Policy Implications". En: *Harvard Law School*, Working Paper. doi: 10.2139/ssrn.2133343
- Coates, J. C. (2012a). "Managing disputes through contract: Evidence from M&A". En: *Harvard Business Law Review*, Vol. 2, pp. 295 y ss. doi: 10.2139/ssrn.1915135
- Coates, J. C. (2015). "M&A Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice". En: *The European Corporate Governance Institute*, Working Papers Series in Law, Law Working Paper 292/2015, p. 6. doi: 10.4337/9781784711481.00010
- Cusinato, C. y Chubb, T. (2013). "Representation and Warranty Insurance in Canada – A Tactical Alternative?". En: *Stikeman Elliot*, edición de octubre, pp. 1 y ss.
- Davidoff, S. M. (2011). "The MAC is Back, but Does it Kill a Deal". En: *DealBook, The New York Times*, 23 de Agosto. doi: 10.1093/acprof:oso/9780198739630.003.0001

- Eisenberg, M. A. (1992). "The Principle of Hadley v. Baxendale". En: *California Law Review*, (80), 1992, pp. 563 y ss. doi: 10.2307/3480709
- Eisenberg, M. A. (2005). "Actual and Virtual Specific Performance, the Theory of Efficient Breach, and the Indifference Principle in Contract Law". En: *California Law Review*, (93), No. 4, pp. 975 y ss.
- Escobar, F. y O'neill C. (editores) (2013). *Derecho Contractual Financiero*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Farnsworth, E. A. (1987). "Precontractual Liability and Preliminary Agreements: Fair Dealing and Failed Negotiations". En *Columbia Law Review*, (87), p. 221. doi: 10.2307/1122561
- Fazio, J. M. y Mathie, B. (2013). "The Devil is the Detail: When Being More Thorough Can Get You Into Trouble". En: *Michigan Bar Journal*, Junio, p. 26.
- Forno, H. (2004). "Precisiones conceptuales en torno a la promesa de hecho ajeno". En: *Negocio Jurídico y Responsabilidad Civil. Estudios en memoria del Profesor Lizardo Taboada Córdova*. Lima: Grijley, pp. 511 y ss.
- Fuller, L.L. y Perdue, W. (1937). "The Reliance Interest in Contract Damages: 2". En: *The Yale Law Journal*, (46), pp. 419-420. doi: 10.1017/cbo9780511528248.019
- García Long, S. (2016). "Un Big MAC, por favor: La cláusula MAC en fusiones y adquisiciones". Lima: Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Gili Saldaña, M. (2010). "Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías". En: *Indret*, pp. 6-7
- Gilson, R. y Schwartz, A. (2005). "Understanding MACs: Moral hazard in acquisitions". En: *The Journal of Law, Economics & Organization*, (21), pp. 333 – 334. doi: 10.2139/ssrn.515105
- Giorgianni, M. (1975). "L'Inadempimento". Corso di Diritto Civile. Tercera edición revisada. Milán: Dott. A. Giuffrè Editore, pp. 276.
- Gómez, F. (2007). "El incumplimiento contractual en Derecho español". En: *Indret*, pp. 33
- Grosz, M.E. y Rabinowitz, D. A. (2013). "Wrapping Your Reps: Representation & Warranty Insurance in the M&A Context". En: Chadbourne & Parke LLP, abril, pp. 1 y ss.
- Hall, J. (2007). "Scuttling deals? More a threat than a reality". En: *Reuters, Markets*, 18 de septiembre.
- Hill, C. A. (2001). "A Comment on Language and Norms in Complex Business Contracting". En: *Chicago-Kent Law Review*, (77), pp. 44-45.
- Hill, C. A. (2013). "Why Are Non-US Contracts Written in US Legalese? Some Preliminary Thoughts and a Research Agenda". En: (M) Freman, y (F) Smith (editores). *Law and Language*. Oxford, Reino Unido: Oxford University Press, pp. 457 y ss. doi: 10.1093/acprof:oso/9780199673667.003.0278
- Horowitz, M. y Scheneiderman, J. (2011). "Letters of Intent: Creating Inadvertent Obligations". En: *Snell & Wilmer Law Report*, 2011.
- Jensen, M. C. (2003). *A theory of the Firm*. Cambridge, Reino Unido: Harvard University Press.
- Jensen, M. C. y Meckling W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". En: *Journal of Financial Economics*, (3), pp. 305 y ss. doi: 10.2139/ssrn.94043
- Kling, L. R.; Nugent, E. y Goldman, M. (1997). "Summary of Acquisitions Agreements". En: *University of Miami Law Review*, (51), pp. 781 - 783.
- Knapp, C. L. (1969). "Enforcing the Contract to Bargain". En: *New York University Law Review*, (44), pp. 673-674.
- Konevsky, P. W. (2011). "A US perspective on the risk of term sheets". En: *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, (6).
- Kronman, A. T. (1978). "Specific Performance". En: *The University of Chicago Law Review*, (45), pp. 351 y ss.
- León, L. (2004). *El Sentido de la Codificación Civil. Estudios sobre la circulación de los modelos jurídicos y su influencia en el Código Civil peruano*. Lima: Palestra.
- León, L. (2007). "Incapacidad de discernimiento e "indemnización equitativa"". En: *La Responsabilidad Civil. Líneas Fundamentales y Nuevas Perspectivas*. Segunda edición. Lima: Juristas Editores, pp. 461.
- Macias, A. (2009). "Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MAC's) Clauses".

- En: *Krannert Graduate School of Management Purdue University*, Working Paper, p. 1. doi: 10.2139/ssrn.1108792
- Manne, H. G. (1965). "Mergers and the Market for Corporate Control". En: *The Journal of Political Economy*, (73), p. 112.
- Manne, H. G. (1967). "Our Two Corporation Systems: Law and Economics". En: *Virginia Law Review*, (53), p. 261 doi: 10.2307/1071435
- Marks, S. (2000). "The Separation of Ownership and Control". En Bouckarte, B. y de Geest, G. *Encyclopedia of Law and Economics*. Volumen III. The Regulation of Contracts. Tomo V. Regulation of Contracts. Cheltenham, Reino Unido: Edward Elgar Publishing, pp. 692 y ss.
- Mazzarese, S. (1999). "Clausola penale. Artt. 1382-1384". En: *Il Codice Civile: Commentario*. Milán: Giuffrè Editore, 1999, pp. 594.
- Meshki, H. y B. Vongsawad. (2013). "Why You Need M&A Reps and Warranties Insurance". En: *Law 360*, Kirkland & Ellis, Attorney Advertising, 31 de julio.
- Miller, R. (2009). "The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements". En: *William and Mary Law Review*, (50), pp. 2012.
- Mirabelli, G. (1987). "Dei Contratti in Generale". Tercera edición revisada y actualizada. Turín: UTET, p. 329.
- Morales, R. (2004). "¿Indemnización por la no realización del hecho del tercero o resarcimiento por incumplimiento de la promesa del hecho del tercero?". En: *Derecho PUCP*, (57), pp. 317 y ss.
- Morales, R. (2011). "Resarcimiento del daño moral y del daño a la persona vs. Indemnización del desequilibrio económico a favor del cónyuge débil en el Tercer Pleno Casatorio". En: *Diálogo con la Jurisprudencia*, (153), pp. 49 y ss.
- Murphy, E.J.; Speidel, R. E. y Ayres, I. (1997). *Studies in Contract Law*. Nueva York, Estados Unidos: The Foundation Press, pp. 384 y ss.
- Quintin, Y. (2008). "M&A Contracts in the American Financial Maelstrom: have "Reverse Break-Up Fees" and "Mac" Clauses Turned them into mere Options?". En: *International Business Law Journal*, (3), pp. 275 y ss.
- Rebaza, A. y Ochoa, L. (2015). "Controversias principales en contratos de compraventa de acciones". En (C. A.), Soto. *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 53 y ss). Lima, Perú: Instituto Pacífico y Instituto Peruano de Arbitraje.
- Reyes, F. (2013). *Análisis Económico del Derecho Societario*. Colombia: Legis, pp. 13 y ss.
- Salvi, C. (1998). *La Responsabilità Civile*. Milán: Dott. A. Giuffrè Editore, pp. 205-206.
- Schwartz, A. (1979). "The Case for Specific Performance". En: *The Yale Law Journal*, (89), pp. 271 y ss. doi: 10.2307/795838
- Scognamiglio, R. (1998). *Responsabilità Civile e Danno*. Turín: Giappichelli Editore, 2010, pp. 31.
- Shavell, S. (2006). "Specific Performance versus Damages for Breach of Contract: An Economic Analysis". En: *Texas Law Review*, (84), pp. 831 y ss. doi: 10.2139/ssrn.868593
- Shine, D. y Bomba, A. (2012). "Reverse Termination Fee Gone Wild: Legal Limits or Sky's the Limit". En: *The M&A Lawyer*, (16), pp. 1 y ss.
- Soto Coaguila, C. A. (2015). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima, Perú: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje.
- Temkin, H. L. (1986). "When Does the "Fat Lady" Sing? An Analysis of "Agreements in Principle" in Corporate Acquisitions". En: *Fordham Law Review*, (55), pp. 133-134
- Testani, R. E. y Lentz, K. E. (2010). "Avoiding "Benefit of the Bargain" Damages in Letters of Intent". En: *Business Law Today*, octubre, p.p. 1-2.
- Toub, S. L. (2003). "Buyer's Regret" No Longer: Drafting Effective MAC Clauses in a Post-IBP Environment". En: *Cardozo Law Review*, (24), 2003, p. 858.
- Triantis, G. (1992). "Contractual Allocations of Unknown Risks: A Critique of the Doctrine of Commercial Impracticability". En: *The University of Toronto Law Journal*, (42), 1992, pp. 450 y ss. doi: 10.2307/825792
- Ulen, T. (1984). "The Efficiency of Specific Performance: Toward an Unified Theory of Contract Remedies". En: *Michigan Law Review*, (83), pp. 341 y ss. doi: 10.2307/1288569
- Wang, G. (2015). "Transactional Liability Insurance – Representation and Warranty Insurance in Cross-Border Transactions". En: Haynesboone, Haynes and Boone, LLP, 29 de abril, pp. 1 y ss.