

# M&A INMOBILIARIO

## REAL ESTATE M&A

**Sergio García Long\***

**Pontificia Universidad Católica del Perú  
Vargas Pareja Abogados**

---

*This paper is a brief mapping of the contractual aspects involved in real estate M&A (mergers and acquisitions) transactions. For this purpose, it focuses on certain contractual categories (especially legal transplants) and on the legal discussions of transactional practice.*

**KEYWORDS:** *Mergers and acquisitions; real estate; contracts.*

*El presente trabajo es un breve mapa sobre los aspectos contractuales involucrados en las transacciones inmobiliarias de M&A (mergers and acquisitions). Para ello, se enfoca en ciertas categorías contractuales (sobre todo de trasplantes legales) y en las discusiones legales de la práctica transaccional.*

**PALABRAS CLAVE:** *Fusiones y adquisiciones; inmobiliario; contratos.*

---

\* Abogado. Miembro de la Comisión Consultiva de Derecho Civil del Ilustre Colegio de Abogados de Lima. Asociado en Vargas Pareja Abogados (Lima, Perú). Contacto: sergio.garcial@pucp.edu.pe

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THÉMIS-Revista de Derecho el 27 de febrero de 2023, y aceptado por el mismo el 16 de abril de 2023.

## I. INTRODUCCIÓN

El 'M&A inmobiliario' se refiere a las operaciones de fusiones y adquisiciones (*mergers and acquisitions* o M&A) sobre activos inmobiliarios (en adelante, M&A). Por la misma naturaleza del activo bajo la mira, existen diversas consideraciones adicionales que se presentan en un M&A inmobiliario a diferencia de un M&A común. Entre las más importantes de aquellas consideraciones se encuentran las contractuales.

Este trabajo tiene la intención de servir como un breve repaso sobre diversos aspectos contractuales a tener en cuenta en toda operación de M&A inmobiliario; sobre todo, frente a las diversas discusiones que se evidencian en la práctica transaccional nacional e internacional y que usualmente son ajenas a las facultades de derecho, donde a veces se enseña un derecho distinto al que se observa en la práctica.

La sección II de este trabajo hace una precisión respecto a qué se entiende por derecho inmobiliario, mientras que la sección III trata a profundidad sobre las transacciones inmobiliarias y los diversos aspectos contractuales que las caracterizan: desde los documentos precontractuales no vinculantes, hasta los pactos de preferencia. Finalmente, la sección IV contiene las reflexiones finales del presente ensayo.

## II. DERECHO INMOBILIARIO

Se discute a qué se refieren los abogados cuando hablan de 'derecho inmobiliario'<sup>1</sup> ¿se trata de un área del derecho o de un área de práctica profesional? No se trata de un área del derecho en los términos que uno entiende el derecho civil, el derecho societario, el derecho laboral, entre otras, en las cuales podemos identificar una teoría general transversal que usualmente está regulada por codificaciones o normas de carácter general.

El término 'derecho inmobiliario' tiene otra intención: identificar un área de práctica que involucra a distintas áreas del derecho. Desde que la inversión inmobiliaria es un buen negocio y existen muchos inversionistas inmobiliarios y titulares de derechos sobre activos que se encuentran constantemente interactuando en el mercado, los abogados se han especializado en asesorar tales transacciones y, a partir de esa sinergia, ha surgido un área de trabajo para atender a tales clientes y sus particulares intereses en juego.

En este sentido, el área de derecho inmobiliario involucra, al menos: (i) derecho civil, con especial énfasis en derechos reales y contratos, para identificar el derecho que será objeto de transacción y luego definir la mejor estructura contractual para ejecutar la operación que canalice al activo específico; (ii) derecho registral, para el estudio de las inscripciones relacionadas al activo; (iii) derecho administrativo, referido a la explotación comercial del activo; (iv) derecho procesal, para investigar las contingencias que puedan afectar la titularidad del activo; (v) derecho societario, para identificar los aspectos de gobernanza interna y actos societarios que deben ejecutarse por la intervención del ente corporativo; (vi) derecho financiero, para estructurar el financiamiento de la operación; y (vii) cualquier otra área que sea relevante para el caso concreto.

## III. TRANSACCIONES INMOBILIARIAS

Las transacciones inmobiliarias pueden ser muy complejas. La razón por la cual se emplea el término 'transacción' u 'operación' es para hacer referencia a algo más amplio que la suscripción de un simple y único contrato. Se trata de una orquesta que necesita ser ejecutada de manera conjunta, coherente y armoniosa, para generar la melodía perfecta que permita asignar el activo como lo desean las partes. En esta orquesta pueden intervenir diversos contratos con diferentes finalidades, según la etapa contractual.

A continuación, presentamos un breve *roadmap* de los documentos contractuales que pueden estar involucrados en una transacción inmobiliaria.

### A. Acuerdos no vinculantes

En operaciones complejas, las tratativas no se desarrollan de la manera simplificada como explica la teoría contractual sobre la formación del contrato. Según la teoría clásica, el consentimiento se forma a partir de la concurrencia de dos declaraciones de voluntad de carácter recepticio: oferta y aceptación<sup>2</sup>. Esto funciona bien para explicar acerca de la formación del contrato en las aulas de una facultad de derecho, pero en la práctica las tratativas son más sofisticadas.

Como no se trata de la adquisición de cualquier bien fungible, sino de un derecho sobre un activo, no basta con la intención de las partes de celebrar un contrato, sino que es necesario definir cómo se negociarán todos los términos y condiciones.

<sup>1</sup> Véase a Huanco Piscoche (2016).

<sup>2</sup> Véase a Segura Riveiro (2006) y Quesada Sánchez (2011).

Ello no solo involucra definir la prestación y la contraprestación, sino la estructura y modalidad contractual que se usará para encaminar la adquisición del activo.

Para iniciar de manera formal y sería la etapa de tratativas, el primer documento que circula entre las partes es un documento no vinculante (*non-binding*). Estos documentos tienen diversos nombres en la práctica, que incluso son usados de manera indistinta, tales como *memorandum of understanding* (en adelante, MOU o Memorandum de Entendimiento), *letter of intent* (carta de intención), *terms sheet* (hoja de términos), entre otros<sup>3</sup>. La finalidad de estos documentos es que una parte pueda comunicar a la otra su intención de celebrar un contrato, pero solamente eso. No constituye aún una oferta vinculante y la clave está en la falta de completitud que le impide tener efectos legales<sup>4</sup>.

Una oferta, para ser tal, necesita contar con todos los elementos del contrato que se propone suscribir, de manera que basta con la aceptación del receptor para que se entienda formado el contrato. Por el contrario, cuando se emite una carta de intención –como su nombre lo dice–, la finalidad es tomar contacto con la contraparte para transmitir una intención y conocer su interés de suscribir un contrato, pero aún no se proponen todos los términos y condiciones de tal contrato en la medida en que la complejidad del activo identificado no lo permite.

Si se tratase de la compra de un automóvil, podría mandarse una oferta identificando el bien y ofreciendo un precio fijo. Pero, si se trata de un activo más complejo (como una unidad inmobiliaria), la transacción no se limita a definir el bien y precio, sino una serie de disposiciones contractuales destinadas de distribuir los riesgos entre las partes. Además, y lo que es más importante, se debe determinar cuál será la estructura contractual a im-

plementar, la cual podría canalizarse a través de un contrato civil o una reorganización societaria.

Teniendo en cuenta esta complejidad, los documentos precontractuales no vinculantes pueden ser de mucha ayuda para definir de manera general: (i) las reglas para negociar; y (ii) sobre qué temas se deberá negociar para llegar a un acuerdo definitivo. Así, no solo se comunica la intención de negociar, sino bajo qué parámetros se está dispuesto a negociar.

También sirve como un registro del estado de las tratativas y de los acuerdos parciales (aún insuficientes para lograr el consentimiento y suscribir el contrato definitivo). A su vez, como se trata de un documento de trabajo, sirve para dejar por escrito que el mismo no es vinculante (*non-binding clause*) y que las partes solo quedarán legalmente obligadas entre ellas cuando se celebre (*subject to*) el respectivo contrato definitivo<sup>5</sup>. Al respecto, civilmente se pacta una formalidad constitutiva, esto es, solo habrá contrato cuando se haya firmado un documento como tal y por escrito<sup>6</sup>. Además, fíjese que el pacto de no vinculatoriedad se refiere a la suscripción del contrato definitivo, lo cual es independiente a la vinculatoriedad de otros pactos específicos que puedan acompañar al documento precontractual no vinculante, como podrían ser la confidencialidad, exclusividad, no competencia, penalidad, convenio arbitral, entre otros<sup>7</sup>.

Estos documentos precontractuales pueden iniciar como un documento unilateral emitido por una parte y dirigida a la otra, que termina convirtiéndose en uno bilateral cuando es suscrito por ambas partes. De allí que la terminología de estos documentos se use de manera indistinta, a pesar de que en sentido estricto la carta de intención y la hoja de términos inicien como unilaterales y el MOU como bilateral<sup>8</sup>. Por ello, se suele hablar en general de acuerdos no vinculantes (*non-binding agreements*) como categoría para hacer alusión a

<sup>3</sup> Para una discusión sobre los aspectos legales vinculados a los acuerdos no vinculantes desde el derecho civil, véase a Llodrà Grimalt (2003); Carrasco Perera (2004); Calvino (2005); Navares González (2011); Marín Narros (2012); Parra Herrera (2013); Barrio Gallardo (2014); Buendía de los Santos (2016) y García Long (2018a).

<sup>4</sup> Véase a Farnsworth (1987); Schwartz y Scott (2007).

<sup>5</sup> Véase a García Long (2018a).

<sup>6</sup> Sobre las formalidades convencionales, véase a Vásquez Rebaza (2018).

<sup>7</sup> Esta precisión es fundamental, porque es usual que la discusión entre civilistas, no acostumbrados a la práctica corporativa y americana, consista en definir si un MOU, por ejemplo, es vinculante o no, cuando en realidad la premisa es que todo MOU no tiene efectos legales y que ello se refiere a la vinculatoriedad de las tratativas para la celebración de un contrato definitivo. De hecho, en este aspecto el *Civil Law* no difiere del *Common Law*, porque las tratativas nunca son vinculantes, sin perjuicio que en las mismas puedan surgir algunas consecuencias legales como el pago de daños, pero fíjese que incluso en ese caso la responsabilidad civil no se extiende al interés positivo por la simple razón que aún no hay contrato. Lo anterior, sin perjuicio que ciertas obligaciones del MOU no vinculante (en relación a la celebración del contrato futuro), se pacten como vinculantes.

<sup>8</sup> Los americanos siempre son precisos en los términos que usan para referirse a los documentos contractuales. Por ello, la intención se transmite a través de una carta, que por definición es una declaración unilateral dirigida por alguien a otro.

la intervención de los dos contratantes. En tal caso existe acuerdo, pero se especifica que el mismo no es vinculante por la inexistencia de efectos legales referidos a la vinculatoriedad para suscribir un contrato definitivo<sup>9</sup>.

Un inversionista inmobiliario podría mandar una carta de intención (no vinculante) a un propietario para proponerle la compra de su hotel y, de esta manera, iniciar formalmente la etapa de tratativas destinada a lograr el cierre de la operación deseada. Como muestra de seriedad, el inversionista firmará esta carta y, con base en ella, empezarán las negociaciones, dejando registro de toda la etapa precontractual hasta que finalmente se logre suscribir el contrato definitivo.

Como reflexión desde una perspectiva de derecho comparado, vemos que estos documentos precontractuales no vinculantes nos enseñan que es necesario internalizar, en primer lugar, un concepto de ‘acuerdo’ previo a la noción de ‘vinculatoriedad’. Las codificaciones civiles parten de la premisa que todo contrato es un acuerdo, pero no regulan la hipótesis de acuerdos que no sean contratos (al no tener carácter vinculante).

Por el contrario, en el derecho americano sí existe un reconocimiento expreso de ello conforme a la sección §21 del *Restatement (Second) of Contracts*<sup>10</sup>, el cual señala lo siguiente:

*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 (1981).*

La sección §21 señala que la intención de vinculatoriedad no es suficiente para crear un contrato desde que en el derecho americano es necesario y esencial la existencia de un *consideration*, esto es, de una contraprestación, de un intercambio (como sabemos, los contratos gratuitos no son vinculantes en el derecho americano). Entonces, la intención de quedar vinculado no es suficiente para generar un contrato, pero la intención de no quedar

vinculado sí es suficiente para evitar el surgimiento de efectos legales.

De esta manera, es claro que las partes pueden señalar expresamente por escrito que un acuerdo no será vinculante hasta que haya intención de vincularse legalmente. A pesar de que en las codificaciones civiles no existe una disposición similar a la sección §21 del *Restatement* americano, no existe inconveniente para pactar acuerdos no vinculantes en jurisdicciones civilistas.

Respecto al derecho peruano, sería pertinente hacer referencia al artículo 140 del Código Civil de 1984, que señala que “[e]l acto jurídico es la manifestación de voluntad destinada a crear [...] relaciones jurídicas”, de manera que, si no hay manifestación de voluntad, no hay vinculatoriedad, así como el artículo 1359, que indica que “[n]o hay contrato mientras las partes no estén conformes sobre todas sus estipulaciones, aunque la discrepancia sea secundaria”, y así, por la incompletitud de estos documentos precontractuales, no podrían ser considerados como contratos (esto es, no serían vinculantes)<sup>11</sup>.

## B. Contratos preparatorios

Los documentos precontractuales, incluso si se pactaran como vinculantes, no llegan a calificar como contratos preparatorios típicos. De manera general, tenemos al compromiso para contratar y al contrato de opción. Algo que tienen en común ambos tipos contractuales es que deben contener, al menos, los elementos esenciales del respectivo contrato definitivo (por ejemplo, cosa y precio en la compraventa)<sup>12</sup>.

Por el contrario, una carta de intención no llega a este nivel de completitud desde que su objetivo es comunicar una intención y regular la propia etapa de tratativas. Sin embargo, es usual en la práctica corporativa que el documento precontractual vaya ganando completitud en el camino y, como tal, pueda asemejarse a un contrato preparatorio, aunque ciertamente uno atípico (por su incompletitud). En ciertos casos puede ser difícil diferenciar a un acuerdo no vinculante de un contrato pre-

<sup>9</sup> Tema aparte es la existencia de responsabilidad precontractual por ruptura injustificada de las tratativas en jurisdicciones del *Civil Law* (véase a León Hilario, 2004; Oviedo Albán, 2008 y Quesada Sánchez, 2011) y que la misma pueda aplicarse incluso en el contexto de un acuerdo no vinculante en donde una de las partes se niega a suscribir el contrato definitivo (véase a Marín, 2012 y García Long, 2018a).

<sup>10</sup> Véase a Klass (2009).

<sup>11</sup> Véase a García Long (2018a).

<sup>12</sup> Véase a Navares González (2011) y García Long (2018). De esta manera, estos contratos típicos son fácilmente ejecutables por la parte en cuyo favor se pactó. Por ejemplo, para ejecutar una opción, solo se necesita de la declaración de voluntad del beneficiario en tal efecto, mientras que, si no se ejecuta un compromiso de contratar, lo podrá hacer el juez sin mayor problema porque el acuerdo ya existe y a solicitud de la parte interesada.

paratorio típico si el primer *draft* del acuerdo no vinculante es muy completo y no tiene cláusula de no vinculatoriedad expresa. Un caso como este requerirá una labor interpretativa para encontrar la voluntad de las partes y concluir si el documento representa solo una intención de negociar o ya se trata de un contrato.

El uso de acuerdos no vinculantes junto con contratos preparatorios (atípicos o típicos) puede ser complementaria o excluyente en una transacción inmobiliaria. Por ejemplo, las partes podrían trabajar en un MOU para suscribir un futuro contrato de opción de compra o directamente negociar los términos de la opción como contrato preparatorio. Todo dependerá de las necesidades de las partes. Finalmente, cabe señalar que, en las transacciones inmobiliarias, los contratos de opción son más atractivos que los compromisos para contratar por su facilidad para celebrar el contrato definitivo.

### C. Contratos de adquisición

Debemos precisar el uso del término ‘contrato de adquisición’ es usualmente utilizado en la práctica corporativa. Cuando se trata de generar el efecto traslativo de la propiedad, el típico contrato utilizado es el de compraventa. Sin embargo, esta es la manera civil de transmitir propiedad. Existen otros mecanismos que permiten que alguien adquiera o transfiera un activo sin necesidad de comprarlo en términos civiles. Esta precisión es relevante a efectos de identificar diversos vehículos legales que permitan adquirir o transferir la propiedad sin acudir al clásico contrato de compraventa.

Primero, si un inversionista inmobiliario desea adquirir una propiedad, puede celebrar el contrato típico de compraventa tal y como está regulado en el Código Civil, conforme a los artículos 1529 y siguientes. Este contrato seguirá el esquema contractual clásico y civilista. El objeto del contrato podrá ser un bien mueble o inmueble, presente o futuro, y podrán agregarse pactos especiales como la reserva de propiedad, arras, entre otros.

Segundo, en la práctica contractual, muchos *deals* inmobiliarios se encuadran dentro de lo

que se conoce como M&A inmobiliario, lo cual identifica a las operaciones de M&A del sector inmobiliario (*real estate*), un sector de operaciones que ha ido en crecimiento<sup>13</sup>, sobre todo con el Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (en adelante, FIBRA) y los Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (en adelante, FIRBI)<sup>14</sup>.

Al tratarse de una operación de M&A, la estructura contractual es distinta a la que caracteriza a un contrato civil. En las operaciones de M&A se ha estandarizado el modelo contractual americano, incluso en jurisdicciones del *Civil Law*<sup>15</sup>, por la simple razón que este modelo está pensado y creado para distribuir los riesgos propios y típicos derivados de la adquisición de una empresa, que es un activo particular. A ello debe agregarse que los principales jugadores y organizaciones internacionales involucradas tienen origen americano y, como tal, cuando se inicia una operación, la parte más fuerte (bancos, inversionistas, compradores) es la que manda el primer *draft* del contrato sobre la base de su derecho americano y no al civilista de su contraparte.

El modelo americano incluye: (i) la importación de sus cláusulas e instituciones jurídicas (*covenants, representations & warranties, material adverse change* o ‘MAC’, *indemnities*, entre otros<sup>16</sup>); (ii) las etapas del iter contractual (*signing* versus *closing*); e (iii) incluso el mismo *drafting* de las cláusulas contractuales (conocidas como *standard and boilerplate*<sup>17</sup>). Esta importación presenta un interesante desafío para los abogados transaccionales del *Civil Law*, quienes—ante la fuerza del mercado—deben negociar y pactar cláusulas sobre instituciones jurídicas contractuales que no se encuentran ni reconocidas ni reguladas en la codificación civil. Como tal, resulta esencial que el abogado transaccional conozca el derecho contractual americano y pueda definir cuál es la mejor manera de pactar dicha cláusula en un terreno ajeno y, así, lograr un útil trasplante legal<sup>18</sup>.

Una operación de M&A puede materializarse a través de diversas estructuras que permitan adquirir un activo inmobiliario de manera directa o

<sup>13</sup> Véase a Guirado (2016); Ernst & Young (2018) y Deloitte (2019).

<sup>14</sup> Sobre los FIBRA's y FIRBI's en el Perú, véase a Zaldívar del Aguila y Castillo Vigil (2017) y Lau Gastelo (2019).

<sup>15</sup> Véase de manera general a Hill (2001); Hill y King (2004) y Hill (2013).

<sup>16</sup> Véase de manera general a Coates (2012); Coates (2016a); Coates (2018); Escobar Rozas (2016); García Long (2016) y García Long (2019).

<sup>17</sup> Véase a Gulati y Scott (2012). Por *standard* y *boilerplate* entiéndase al empleo del mismo clausulado de un contrato hacia otro, de manera que se vuelven comunes en un tipo de transacción.

<sup>18</sup> En específico, sobre los trasplantes contractuales americanos en el *Civil Law*, véase a García Long (2018b). En general, véase a Watson (1993).

indirecta, dependiendo de cuál sea el objeto inmediato y el objeto mediato del contrato<sup>19</sup>. Estas estructuras, a su vez, podrán ser exclusivamente contractuales o también involucrar procedimientos societarios.

Modalidades contractuales:

- a) *Asset Purchase Agreement*: esta modalidad es contractual y su estructura sigue el modelo americano. En términos civiles, se trata de un contrato sofisticado de compraventa sobre un activo inmobiliario, en el cual el objeto inmediato del contrato es el activo mismo. Así, las contingencias a tomar en cuenta serán principalmente –de manera enunciativa, pero no limitativa– civiles, registrales, laborales y tributarias.
- b) *Stock/Share Purchase Agreement* (en adelante, SPA): esta modalidad es contractual y su estructura es típicamente la del modelo americano. En términos civiles, se trata de un contrato sofisticado de compraventa de acciones (o de cualquier otro título emitido por una entidad legal corporativa). Sin embargo, este contrato se complejiza dado que el objeto inmediato del contrato (las acciones) es solo un medio para alcanzar el fin deseado: la adquisición del objeto mediato (el control societario). De esta manera, se trata de un contrato que adquiere participación social mayoritaria. Así, el inversionista inmobiliario puede adquirir control sobre una sociedad anónima y, como tal, disponer del activo inmobiliario de propiedad de tal sociedad. Esta particular estructura se refleja en las cláusulas pactadas, las cuales distribuyen riesgos que van más allá de la simple transferencia de acciones (como el pacto de declaraciones y garantías sobre pasivos ocultos), pues lo que se adquiere finalmente es la sociedad a través de su control corporativo y a todo el conjunto de relaciones jurídicas derivadas de la empresa como nexo contractual.

Modalidades societarias:

- a) Fusión: esta modalidad involucra la ejecución de un procedimiento societario con-

forme a la Ley General de Sociedades (en adelante, LGS). Así como puede emplearse un contrato para adquirir una empresa (nuevamente, a través del control societario), también puede producirse una fusión para adquirir una sociedad vía la transmisión de su patrimonio (dentro del cual se encuentre el activo inmobiliario). Por ejemplo, en una fusión por absorción, la sociedad absorbida (la *target*) se extingue para que su patrimonio se destine en bloque y a título universal en favor de la sociedad absorbente (la adquirente), a cambio de que los accionistas de la sociedad absorbida reciban acciones (o dinero, o acciones más dinero, de pactarse) de la sociedad absorbente (o resultante de la fusión). Así, la sociedad absorbente termina con el patrimonio de la sociedad absorbida, que incluye todos los activos, entre ellos, el activo inmobiliario deseado.

- b) Escisión: esta modalidad también involucra un procedimiento societario conforme a la LGS. Por ejemplo, la sociedad escindida (la *target*) puede segregar un bloque patrimonial sin extinguirse para que sea transferida en favor de otra sociedad (la adquirente), a cambio de que los accionistas de la sociedad escindida reciban acciones (o dinero, o acciones más dinero, de pactarse) de la sociedad adquirente. Este bloque patrimonial puede incluir el activo inmobiliario deseado.
- c) Reorganización simple: esta es una modalidad particular reconocida en nuestra normativa societaria. A diferencia de la fusión y escisión, en donde los accionistas de la sociedad absorbida o escindida son los beneficiarios de la contraprestación respectiva, en una reorganización simple una sociedad segrega un bloque patrimonial y lo aporta en favor de otra sociedad, recibiendo la primera sociedad (y no sus accionistas) acciones de la segunda, como si se tratase de un aporte de capital. Como tal, no hay derechos de separación y oposición<sup>20</sup>.
- d) *Private equity* y *leveraged buyouts* (en adelante, LBO): esta modalidad se caracteriza por producir la concurrencia de elementos

<sup>19</sup> Esta distinción se aprecia de manera sencilla en contratos de compraventa de acciones (de paquetes mayoritarios). La intención no es comprar las acciones como títulos valores independientes y singulares, sino obtener el control político derivado de la titularidad de tales acciones, de manera que el adquirente pueda controlar la sociedad. Entonces, mientras el objeto inmediato son las acciones, el objeto mediato es el control societario. Por ejemplo, para comprar un inmueble de propiedad de una sociedad anónima, se puede comprar directamente el inmueble o mediatamente las acciones de la sociedad anónima propietaria del inmueble.

<sup>20</sup> Al respecto, existe una interesante discusión sobre la aplicación de los derechos de separación y oposición a la reorganización simple. Véase a Hernández Gazzo (2003) y Hundskopf Exebio, Payet Puccio, Montoya y Ferrero (2017).

de capital (privado) –de allí *private equity*– y deuda –de allí LBO (compra apalancada) por los altos niveles de deuda– que son necesarios para ejecutar una *deal* de alta cuantía cuando la finalidad es tomar control de una gran empresa (la *target*). Un LBO se caracteriza por lo siguiente<sup>21</sup>: (i) el *sponsor* (quien lidera la operación) es un especialista financiero en comprar y vender empresas usando dinero ajeno (piénsese en KKK o Blackstone); (ii) este *sponsor* administra un fondo de capital privado (*private equity*) que canaliza capital de inversionistas institucionales; (iii) la compra consiste en tomar control sobre la *target*; (iv) la operación se estructura con sociedades de propósito especial (*Special Purpose Vehicle*, en adelante, SPV); (v) el precio se compone en promedio de 30% de capital y 70% de deuda; (vi) el componente del capital proviene del fondo; (vii) el componente de deuda proviene de un tercero vía el mercado de capitales (instrumentos de deuda) o mercado de créditos (bancos); (viii) la deuda es garantizada con los activos de la *target* y pagada principalmente con sus flujos de caja proyectados; y (ix) se trata de una operación en donde la desinversión (*exit*) se proyecta al corto-mediano plazo.

Todas las modalidades mencionadas pueden agruparse como contratos de adquisición en el contexto de un M&A, en el sentido que permiten tomar control sobre el activo deseado, sea mediante la ejecución de una estructura contractual o societaria, sea para adquirir directamente al activo específico o para tomar control sobre la entidad legal titular del activo.

#### D. Contratos de uso

Entiéndase por ‘contratos de uso’ a todo vehículo contractual que otorga el derecho de usar o disfrutar el activo inmobiliario, sea a través de la consti-

tución de un derecho real o la creación de un derecho de crédito. Al respecto, destacan las siguientes modalidades contractuales:

- a) Contrato de superficie: esta modalidad permite constituir un derecho real a efectos de operar un activo inmobiliario que se encuentre encima o debajo del suelo (por ejemplo, la construcción de un hotel). En el derecho peruano, la superficie tiene un plazo legal máximo de noventa y nueve años<sup>22</sup>.
- b) Contrato de arrendamiento: esta modalidad permite crear un derecho de crédito para ceder temporalmente el uso del activo inmobiliario (por ejemplo, el arrendamiento del predio sobre el cual se encuentra un hotel). En el derecho peruano, el arrendamiento tiene un plazo legal máximo de diez años<sup>23</sup>.
- c) Contrato de usufructo: aunque el derecho real de usufructo (que concede el uso y disfrute de un bien ajeno) es distinto al derecho de crédito de arrendamiento (que es un derecho personal para usar temporalmente el bien), en la práctica se celebran contratos de usufructo sobre inmuebles en lugar de arrendamientos y así se evita la aplicación del plazo máximo legal de diez años. En el derecho peruano el usufructo tiene un plazo máximo de treinta años<sup>24</sup>.

Una novedad que podemos encontrar en la práctica corporativa es la celebración de un contrato de usufructo sobre acciones de control para dirigir temporalmente a la sociedad y, así, explotar el activo mobiliario de su titularidad durante el plazo del contrato, como si uno fuera propietario sin serlo. Esto funciona como el alquiler de una empresa. En lugar de adquirir en propiedad las acciones de la empresa o tomar directamente el uso temporal del activo específico, una alternativa es usufructuar el 100% de las acciones por un plazo determinado<sup>25</sup>.

<sup>21</sup> Véase a García Long (2020).

<sup>22</sup> Artículo 1030.- Puede constituirse el derecho de superficie por el cual el superficiario goza de la facultad de tener temporalmente una construcción en propiedad separada sobre o bajo la superficie del suelo (Código Civil, 1984).

<sup>23</sup> Artículo 1688.-

El plazo del arrendamiento de duración determinada no puede exceder de diez años. Cuando el bien arrendado pertenece a entidades públicas o a incapaces el plazo no puede ser mayor de seis años. Todo plazo o prórroga que exceda de los términos señalados se entiende reducido a dichos plazos (Código Civil, 1984).

<sup>24</sup> Artículo 1001.-

El usufructo es temporal. El usufructo constituido en favor de una persona jurídica no puede exceder de treinta años y cualquier plazo mayor que se fije se reduce a este. Tratándose de bienes inmuebles de valor monumental de propiedad del Estado que sean materia de restauración con fondos de personas naturales o jurídicas, el usufructo que constituya el Estado en favor de estas podrá tener un plazo máximo de noventa y nueve años (Código Civil, 1984).

<sup>25</sup> Sobre este tema publicaremos un estudio próximamente, enfocado en los temas societarios relacionados al usufructo de acciones.

### E. Los convenios de accionistas

Un riesgo fundamental que se observa en los negocios que involucran a entidades corporativas es el comportamiento de los dueños de las mismas y la toma de decisiones. Si el inversionista tomará control completo del activo, no necesita compartir el riesgo. Pero, si por diversas razones debe compartir la inversión, tiene que anticiparse a las complicaciones que podrían generarse cuando los co-inversionistas o socios no se pongan de acuerdo en relación con decisiones importantes sobre el activo o cualquier otro tema que pueda afectar el desarrollo de la inversión.

El riesgo anterior suele regularse en un convenio de accionistas o documento similar, el cual permite definir cómo deberán comportarse las partes ante determinados acontecimientos, entre ellas, en caso uno de los socios busque la desinversión voluntaria o, por el contrario, se tenga que forzar una salida.

La mejor forma de entender el contenido del convenio de accionistas o documento análogo es a través de los pactos estandarizados en la práctica profesional: (i) *tag-along* o derecho de adhesión, que permite a una parte pegarse a la salida de su socio; (ii) *drag-along* o derecho de arrastre, que permite a una parte arrastrar a su socio ante su salida; (iii) *call* u opción de compra, que permite a una parte comprar a discreción la participación de su socio; (iv) *put* u opción de venta, que permite a una parte vender a discreción su participación a su socio; o (v) *shotgun* o ruleta rusa, que implica que una parte (la que activa la cláusula) fija el precio, mientras que su socio (el receptor) decide si compra o vende.

Los pactos anteriores pueden acomodarse a la operación inmobiliaria, según se requieran por las circunstancias. Por ejemplo, los derechos anteriores podrían activarse en caso un socio quiera vender su participación, pero el otro socio no quiera compartir la inversión con el nuevo adquirente, en caso algún socio entre en liquidación y deba tomarse acciones preventivas o incluso puede darse el caso que el socio sea una persona natural y fallezca o se divorcie y se quiera evitar el ingreso de familiares.

### F. Las declaraciones y garantías (*representations & warranties*)

Cuando estamos ante un contrato sobre acciones que tiene como objeto mediato la toma de con-

trol societario sobre la empresa, las disposiciones contractuales no pueden limitarse a las acciones como objeto inmediato. Asimismo, al tratarse de una empresa como objeto de transacción, podrían surgir contingencias o pasivos ocultos que deben ser tomados en cuenta para distribuir riesgos.

Cuando una parte pretende tomar control sobre una empresa –sea de manera permanente (contrato de adquisición) o temporal (contrato de uso)– deberá realizar una *due diligence* que le permita identificar todo lo que le pueda restar valor a la misma y así realizar un óptimo análisis costo-beneficio en torno a la rentabilidad de la respectiva transacción.

Sin embargo, la *due diligence* es insuficiente y debe ir complementada de ciertos pactos contractuales. La empresa, como objeto de contratación, no puede ser categorizada como un bien mueble o inmueble, o una suma de muebles e inmuebles. La correcta identificación de la empresa como objeto implica reconocer que la misma es un nexo de contratos (o para contratos)<sup>26</sup>. Esto significa que quien tome control sobre una empresa administrará todo tipo de relaciones jurídicas que surjan de todos los contratos que involucran a la empresa y que tiene a la misma como punto de interconexión. En este sentido, todos los intervinientes en la vida de la empresa aportarán algo en virtud de contratos específicos: los accionistas aportarán capital, los acreedores facilitarán deuda, los proveedores suministran bienes, los trabajadores ejecutarán su fuerza de trabajo, los administradores conducirán la sociedad con base en su experiencia y así sucesivamente en lo que resulte aplicable.

Este grupo de relaciones jurídicas que conectan a la empresa (que ahora estarán a cargo del adquirente u poseedor), puede complejizarse en empresas antiguas y que se dedican a un sector particularmente sensible, a contingencias y pasivos ocultos (pensemos en la industria minera o petrolera y los respectivos riesgos ambientales). Aunque se realice una *due diligence*, la parte interesada podría no llegar a conocer todas las contingencias y pasivos ocultos, los cuales podrían ser incluso desconocidos por el actual propietario y la empresa. Para corregir esta asimetría de la información y teniendo en cuenta que el propietario y la empresa son quienes están en mejor posición para asegurarse frente a contingencias y pasivos ocultos (*superior risk bearer*)<sup>27</sup>, es que se agregan en el contrato las respectivas declaraciones y garantías (*representation & warranties*) e *indemnities*.

<sup>26</sup> Véase a Jensen y Meckling (1976); Jensen (2003); Armour, Hansmann y Kraakman (2009).

<sup>27</sup> Véase a Posner y Rosenfield (1977).

El pacto de declaraciones y garantías es un trasplante legal de origen americano que combina y fusiona a las *representations* y las *warranties*, ambas figuras diferentes, con su propio ámbito de aplicación y con remedios distintos (rescisión en el primer caso y daños en el segundo), y que en la práctica corporativa han sido utilizadas de manera conjunta para dar lugar a una nueva institución contractual que actualmente se encuentra estandarizada en los contratos de M&A<sup>28</sup> y financiamientos<sup>29</sup>, tanto en jurisdicciones del *Common Law* como del *Civil Law*<sup>30</sup>.

Las *representations & warranties* funcionan como lo hace un contrato de seguro<sup>31</sup> y, como tal, su naturaleza jurídica consiste en crear una relación jurídica de garantía que no crea obligaciones, sino que transfiere riesgos, y no solo riesgos que estén dentro del control del declarante, sino –y sobre todo– riesgos desconocidos. De hecho, su utilidad está en la asunción de lo que se desconoce o ignora. De esta manera, las *representations & warranties* son el complemento ideal de la *due diligence*. A ellas se añade el pacto de *indemnities* para regular el pago de una compensación dineraria.

En un contrato para tomar control sobre una empresa o activo (de manera definitiva o temporal), siempre se pacta una cláusula destinada a las *representations & warranties* que realiza el vendedor (titular o propietario) en favor de su contraparte (comprador o adquirente)<sup>32</sup>. Estas declaraciones y garantías: (i) se clasifican según el objeto sobre el cual se realiza la declaración (capacidad legal, inexistencia de deudas, inexistencia de litigios, cumplimiento de la ley, entre otros); (ii) se realizan como ciertas, completas y exactas a la fecha de firma del contrato; (iii) pueden ser declaraciones generales y limpias, o estar calificadas (por materialidad, conocimiento o razonabilidad); (iv) tienen vigencia desde la fecha de firma hasta un momento posterior post-firma del contrato; (v) como único y exclusivo remedio aplicable ante el incumplimiento de lo declarado, se pacta el pago de una

suma dineraria según la *indemnity*; y (vi) pueden pactarse declaraciones fundamentales que, como tales, se incluyen sin plazo y para dejar sin efecto el contrato (entre ellas, las declaraciones referidas a la capacidad legal para celebrar el contrato o sobre la titularidad de las acciones).

Al tratarse de una asignación de riesgos (conocidos y desconocidos), existirá una situación de incumplimiento en caso alguna de las declaraciones no sea cierta, exacta o completa a la fecha de firma. Como es una asunción de riesgos, incluso desconocidos, funciona como un régimen de responsabilidad objetiva, que no admite como defensas ni la ausencia de culpa ni el caso fortuito o fuerza mayor. Un declarante puede responder hasta por lo que no conoce por la simple razón que asumió el riesgo.

### G. La indemnidad (*indemnity*)

La cláusula de indemnidad (*indemnity*) es el complemento de las *representations & warranties*, al ser su remedio convencional. La *indemnity* se pacta como el único y exclusivo remedio (*sole and exclusive remedy*) frente al incumplimiento de las declaraciones y consiste en un monto dinerario compensatorio. Al respecto, dos temas relevantes a tratar: (i) su naturaleza; y (ii) su distinción con las indemnidades civiles.

Primero, este monto dinerario no se paga por concepto de resarcimiento (responsabilidad civil), sino como una compensación general y global. El pago procederá según lo pactado en la cláusula de *indemnity* y el objetivo es que funcione como la indemnización que se paga en virtud de un contrato de seguro ante la materialización del riesgo asegurado. En efecto, en la cláusula de *indemnity* se pactan umbrales, deducibles y topes para definir el monto dinerario que se pagará, tal y como se pacta en un contrato de seguro. Por ejemplo, se puede pactar que solo se compensarán pérdidas que superen el monto de 100 y no desde el primer

<sup>28</sup> Sobre las *representations & warranties* en contratos de M&A, véase a García Long (2016).

<sup>29</sup> Sobre las *representations & warranties* en contratos de financiamientos, véase a García Long (2019).

<sup>30</sup> Las declaraciones y garantías son pactadas para complementar a las obligaciones y asignar riesgos que van más allá de la ejecución de prestaciones. Se usa esta combinación para fines más prácticos que teóricos. Una *representation* es la afirmación de un estado de hecho o derecho que induce una creencia y como tal, el remedio por incumplimiento es la rescisión, mientras que una *warranty* involucra una obligación de reparar. Como tal, la combinación de ambos conceptos tiene sentido práctico. De hecho, los ingleses prefieren usar solo a las *warranties*, porque una *misrepresentation* permitiría dejar sin efecto el contrato, lo cual no es el efecto deseado. Por el contrario, los americanos combinan ambos conceptos, pero se precisa que el remedio es el pago de una *indemnity* (monto dinerario), como si se pactara en contra del remedio ante una *misrepresentation*.

<sup>31</sup> Véase a Coates (2016a).

<sup>32</sup> También se pacta una cláusula específica para las *representations & warranties* que realiza el adquirente o comprador, aunque, en extensión, estas son ampliamente menores que las que realiza el titular o propietario, por la misma naturaleza de la operación.

dólar, sino por encima de 100 y hasta 200. Entonces, si se sufre un perjuicio por 300, ello calificará como un monto compensable y solo por el monto de 100 (de superarse el umbral, aplica el deducible y se compensa hasta el tope).

Incluso, no es raro que se pacte que el monto máximo que se pagará por *indemnity* sea el precio del contrato y, como tal, se entiende que el pago de una suma dineraria es una reducción (indirecta) del precio. La lógica es que el contrato se cierra en virtud de cierto precio y por la confianza en la veracidad de las declaraciones y garantías (que ayudan a definir lo que le suma y resta valor a la empresa, de modo que permite definir un valor y un precio respectivo). Incluso se pacta que las declaraciones son la razón fundamental que indujo a la firma del contrato (asimilándose, así, a la causa del contrato, para aquellos que creen en la misma). Pero si, posterior a la firma, se descubre que la empresa vale menos al no ser veraz alguna declaración, corresponderá que dicho costo sea asumido por el propietario y que proceda a devolver parte del precio recibido, lo cual se canalizará con la ejecución de la *indemnity*. Explicado ello, la *indemnity* se paga según lo que se haya pactado y no configura como supuesto de responsabilidad civil (aunque coloquialmente se hable de la ‘responsabilidad’ del propietario).

La distinción anterior es fundamental para evitar la incorrecta aplicación de la prohibición al pacto de cláusulas limitativas o excluyentes de responsabilidad civil, que en el derecho peruano están reconocidas en los artículos 1328 y 1986 del Código Civil<sup>33</sup>. Al tratarse de figura extranjera, a veces no se usan los términos de manera exacta y por ello, es común que se haga referencia a una responsabilidad civil del vendedor. Sin embargo, en realidad, a lo que se refiere es a un aseguramiento, al pago de una compensación distinta. Cuando una compañía de seguros paga una indemnización, no lo hace porque fue responsable del daño del asegurado, sino simplemente porque se comprometió por contrato a asumir un riesgo y mantener indemne a su contraparte. Lo mismo ocurre con la *indemnity* y, como tal, queda fuera del ámbito de aplicación de las normas imperativas mencionadas.

Segundo, las *indemnities* que se pactan en este tipo de transacciones y que son típicas de los M&A, son distintas y más complejas que las indemnidades civiles, y esto es claro si recordamos que las *indemnities* se pactan como el único y exclusivo remedio ante el incumplimiento de las *reps & warranties*.

Para empezar, no confundamos los ‘pactos de resarcimiento’ con las indemnidades. Es usual que en la práctica contractual se incluya una cláusula que señala —de manera general— que el deudor será responsable frente al acreedor por los daños que le pueda causar o por los hechos de sus auxiliares. Esta cláusula es una de estilo que no tiene mayor valor legal desde que tales reglas ya se encuentran reguladas en ley aplicable, en nuestro caso, en el artículo 1321 del Código Civil<sup>34</sup> que regula la responsabilidad contractual por hechos propios del deudor y el artículo 1325<sup>35</sup> por hechos de terceros (entiéndase, auxiliares o personal) que usa el deudor para cumplir el contrato. En otras palabras, el pacto de resarcimiento solo repite —entiéndase, se remite a— las reglas de la responsabilidad contractual y, por ello, no representa una asignación alternativa y distinta de riesgos a lo que ya dispone la regla supletoria (salvo que se disponga algo en contra).

En tales casos, es cierto que el pago del resarcimiento mantiene indemne a la víctima, aunque no se trate de una cláusula de indemnidad. Sin embargo, cuando se habla de cláusulas de indemnidad, es importante definir su ámbito de aplicación para entender en qué sentido se emplea el término ‘indemnidad’, más allá de su uso coloquial.

Una cláusula de indemnidad tiene como objetivo asignar el costo de actos ocasionados por terceros, que podría presentarse frente a dos supuestos: (i) ante terceros plenamente identificados (como proveedores o subcontratistas); o (ii) ante reclamos de tercero.

En el primer supuesto, estamos ante una cadena de contratos de duración en donde el comitente tiene conocimiento que su deudor (contratista) se vale de otros contratos para cumplir con él.

<sup>33</sup> Sobre esta discusión, véase a García Long (2017).

<sup>34</sup> Artículo 1321.-

Queda sujeto a la indemnización de daños y perjuicios quien no ejecuta sus obligaciones por dolo, culpa inexcusable o culpa leve. El resarcimiento por la inexecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso, comprende tanto el daño emergente como el lucro cesante, en cuanto sean consecuencia inmediata y directa de tal inexecución. Si la inexecución o el cumplimiento parcial, tardío o defectuoso de la obligación, obedecieran a culpa leve, el resarcimiento se limita al daño que podía preverse al tiempo en que ella fue contraída (Código Civil, 1984).

<sup>35</sup> Artículo 1325.- El deudor que para ejecutar la obligación se vale de terceros, responde de los hechos dolosos o culposos de éstos, salvo pacto en contrario (Código Civil, 1984).

Entonces, si un proveedor le falla al deudor, este fallará a su vez con el comitente, quien a su vez podría fallar frente al cliente final de la cadena de contratos. Para mitigar este riesgo, en el contrato entre el comitente y el contratista se puede pactar que este mantendrá indemne al comitente por los daños que pueda sufrir por el incumplimiento del proveedor, sub-contratistas u otros, incluso por causas no imputables al contratista. De esta manera, este pacto extiende la responsabilidad del deudor, sin perjuicio de la extensión que ya puede estar dispuesta en la ley para ciertos casos específicos.

En el segundo supuesto, estamos ante el típico caso de reclamaciones de terceros<sup>36</sup>. Un ejemplo se presenta en los casos de destaque de personal, donde el cliente le exige al prestador del servicio que lo mantenga indemne frente a cualquier reclamo laboral del personal a su cargo. Podría ocurrir que el prestador incumpla la normativa laboral con su personal y que, a pesar de que el cliente no sea responsable frente a tal personal, sea demandado y deba defenderse. El pacto de la indemnidad permite asignar este riesgo y costo.

Las *indemnities* de un M&A se pactan para cubrir, primero, daños derivados del incumplimiento directo de las declaraciones hechas por una parte a título personal y, segundo, por daños derivados de reclamos de terceros que representen el incumplimiento de tales declaraciones.

Si el vendedor declara que la empresa no tiene pasivos ambientales, la declaración se incumple si la contraparte descubre la existencia de algún pasivo oculto. Pero si, además de la existencia misma del pasivo y del desvalor en la empresa que ello representa, un tercero interpone un litigio ambiental contra el nuevo propietario, la declaración también se tendrá por incumplida, porque hará que la declaración ambiental no sea cierta. En otras palabras, el adquirente puede tomar conocimiento del pasivo una vez que empieza a dirigir la empresa o porque le llega una notificación sobre el inicio de un reclamo. Estamos ante dos costos, el del pasivo mismo y los derivados de la defensa frente al reclamo. Conforme a las *indemnities*, estos costos son asignados al vendedor.

Tratándose de un reclamo de tercero, adicionalmente registrarán otras disposiciones contractuales destinadas a definir: (i) la administración de la de-

fensa frente al reclamo del tercero (si es conjunta entre el vendedor y adquirente, o no); (ii) cómo poner fin al reclamo del tercero (si se debe litigar hasta la emisión de una sentencia o laudo, si se admite transar y sobre qué materias, con o sin asunción de responsabilidad, entre otros); y (iii) cómo se asignan los costos del litigio (si se asumen directamente o son reembolsados al final).

#### H. La cláusula de supervivencia (*survival*)

Otro pacto relacionado para tener en cuenta es la supervivencia de las declaraciones y garantías. Usualmente, las declaraciones se hacen a la fecha de firma del contrato y deben permanecer como inalterables hasta la fecha de cierre. Sin embargo, también se extienden hasta una etapa post cierre como una forma de garantía o extensión de cobertura, de manera similar a como funcionan las obligaciones de saneamiento. En vista de que las declaraciones funcionan como un seguro, lo que hace el pacto de supervivencia es extender la cobertura del seguro hasta una etapa posterior a la firma y cierre del contrato.

La precisión anterior es importante, ya que muchas cláusulas de supervivencia son redactadas de manera imprecisa, hasta el punto de que podrían ser consideradas como nulas. Usualmente, se considera que la supervivencia es el plazo que tendría la parte interesada para realizar un reclamo por incumplimiento de las declaraciones y garantías. La complicación surge cuando este plazo de supervivencia es pactado de tal manera que da a entender que cualquier reclamo debe realizarse dentro del plazo indicado, caso contrario, no procederá el mismo, como si se extinguiera la acción. Si tal fuera la intención del plazo, ello representaría el pacto de periodos de prescripción o caducidad, los cuales, conforme al derecho peruano son nulos, porque solo la ley define los plazos de prescripción o caducidad conforme a los artículos 2000<sup>37</sup> y 2004<sup>38</sup> del Código Civil respectivamente.

#### I. Los derechos de preferencia

Si estamos ante un contrato de uso, será necesario incluir alguna preferencia en favor del titular del activo en el supuesto que, una vez vencido el contrato, quiera tomar posesión definitiva y permanente sobre el activo inmobiliario (usualmente con su compra).

<sup>36</sup> Véase a Corral Talciani (2019).

<sup>37</sup> Artículo 2000.- Sólo la ley puede fijar los plazos de prescripción (Código Civil, 1984).

<sup>38</sup> Artículo 2004.- Los plazos de caducidad los fija la ley, sin admitir pacto contrario (Código Civil, 1984).

Al respecto, dos precisiones previas. Primero, el término ‘preferencia’ es usado de manera amplia en el derecho civil para enunciar diversos tipos de derechos, sea porque son nombrados como derechos de preferencia o porque su función consiste en otorgar alguna prioridad frente a terceros<sup>39</sup>. En específico, en el derecho de contratos, los derechos de preferencia que permiten suscribir un contrato futuro usualmente no cuentan con una regulación general que delimite el contenido de este tipo de derechos y permita a las partes, con base en tal ámbito de aplicación, pactar cláusulas particulares que se amolden a su operación. Por el contrario, y de manera concreta, el Código Civil regula al derecho de preferencia en sus artículos 1614<sup>40</sup> y 1615<sup>41</sup> para el caso del contrato de suministro<sup>42</sup>, el cual puede ser usado como guía y punto de partida para ser pactado en otros tipos contractuales.

Segundo, la práctica contractual presenta una interacción entre los derechos de preferencia —entendidos en sentido amplio— del *Civil Law* y aquellos pactos específicos de preferencia que han sido importados del *Common Law*, estos últimos creados para ser más adecuados a la operación específica y cuya fuente y desarrollo se encuentra en la autonomía privada.

Esta interacción demuestra las diversas alternativas legales que tienen las partes a su disposición para regular cómo negociarán la posibilidad de celebrar un contrato futuro. A continuación, presentamos los pactos de preferencia que podrían incorporarse en una transacción inmobiliaria, los cuales serán enunciados de menor a mayor según su fuerza en favor del beneficiario del pacto para celebrar un nuevo contrato sobre el activo específico:

- a) *Right of First Offer* (en adelante, ROFO): el ROFO es un pacto de origen anglosajón. Su contenido se caracteriza por tener: (i) pre-

ferencia; y (ii) exclusividad. Es el derecho de preferencia más débil para su beneficiario y, en consecuencia, la mejor opción para el otorgante.

El ROFO le otorga a su beneficiario un derecho de preferencia para negociar y presentar una oferta destinada a celebrar un futuro contrato sobre el activo antes que cualquier tercero. Durante el plazo pactado, el beneficiario gozará de exclusividad por parte del otorgante para presentar la oferta y negociar sobre ella, sin la competencia de terceros. El otorgante, a su vez, tendrá la libertad de aceptar o rechazar la oferta. Al respecto, se pueden incluir criterios para restringir la libertad del otorgante de rechazar la oferta, por ejemplo, que deba considerar la oferta de buena fe o realizar sus mejores esfuerzos para aceptarla, incluso exponer sus razones fundamentadas en caso de negativa, o la incorporación de algún umbral o elemento objetivo que pueda ser tomado en cuenta para que la oferta sea válidamente rechazada y así el ROFO no se convierta en un pacto inútil.

Si bien la preferencia en presentar la primera oferta solo tiene sentido si el beneficiario tiene exclusividad, es importante definir el contenido de tal exclusividad desde que su ámbito de aplicación dependerá y estará sujeto a ciertos pactos específicos como los de *no-talk* (no hablar), *no-ask* (no preguntar), *no-help* (no ayudar), *non-solicitation* (no solicitar), *no-shop* (no comprar), *no-negotiate* (no negociar), entre otros<sup>43</sup>.

Entonces, aunque, de manera general, el otorgante se obliga a no buscar ofertas de terceros durante el plazo de la exclusividad,

<sup>39</sup> Véase, por ejemplo, las preferencias reguladas en los artículos 323, 989, 1582.1, 1614, 1615 y 1798 del Código Civil.

<sup>40</sup> Artículo 1614.- En caso de haberse pactado la cláusula de preferencia en favor del suministrante o del suministrado, la duración de la obligación no excederá de cinco años y se reduce a este límite si se ha fijado un plazo mayor (Código Civil, 1984).

<sup>41</sup> Artículo 1615. En el caso previsto en el artículo 1614, la parte que tenga la preferencia deberá comunicar en forma indubitable a la otra las condiciones propuestas por terceros. El beneficiado por el pacto de preferencia, a su vez, está obligado a manifestar dentro del plazo obligatoriamente fijado, su decisión de hacer valer la preferencia (Código Civil, 1984).

<sup>42</sup> Su antecedente se encuentra en el artículo 1566 del Código Civil italiano que regula *al patti di preferenza* para la *minis-trazione* y cuyo texto original es el siguiente:

Il patto con cui l'avente diritto alla somministrazione si obbliga a dare la preferenza al somministrante nella stipulazione di un successivo contratto per lo stesso oggetto, è valido purché la durata dell'obbligo non ecceda il termine di cinque anni. Se è convenuto un termine maggiore, questo si riduce a cinque anni.

L'avente diritto alla somministrazione deve comunicare al somministrante le condizioni propositegli da terzi e il somministrante deve dichiarare, sotto pena di decadenza, nel termine stabilito o, in mancanza, in quello richiesto dalle circostanze o dagli usi, se intende valersi del diritto di preferenza (1942).

<sup>43</sup> Véase a Gimeno (2017).

dicha obligación podrían estar sujeta a ciertos matices. Si el otorgante otorga exclusividad en favor del beneficiario para ‘no negociar’ con terceros, podría quedar fuera del ámbito de aplicación de la cláusula los actos destinados a ‘facilitar’ la formulación de una oferta por parte de un tercero y, así, escapar del ámbito de aplicación de lo expresamente pactado. Recordemos que este tipo de pacto no se encuentra reconocido de manera general en jurisdicciones civilistas, de manera que se regirán –y debe regirse– estrictamente por lo pactado.

Un pacto que no contiene el ROFO es el derecho de igualar (*matching rights*) ofertas de terceros. Si el otorgante cumple con la exclusividad pactada en favor del beneficiario y a pesar de ello recibe una oferta de tercero y con mejores términos, tendrá la libertad de aceptar esa mejor oferta y no se encontrará en incumplimiento frente al beneficiario si rechaza la suya. Frente a la oferta del tercero, el beneficiario no tiene derecho a que se le traslade dicha mejor oferta ni tiene derecho a igualarla. Ante ello, un ROFO no asegura al beneficiario que logrará celebrar el contrato.

- b) *Right of First Refusal* (en adelante ROFR): el ROFR también es un pacto de origen anglosajón. Su contenido se caracteriza por tener: (i) preferencia; y (ii) derecho de igualar. Es un derecho de preferencia más fuerte en favor del beneficiario que el ROFO y, en cierta manera, logra equilibrar los intereses de ambas partes al proteger el interés del beneficiario de celebrar el contrato, sea lo que le cueste, y el interés del otorgante de celebrar el contrato en los mejores términos y condiciones posibles en el mercado.

El ROFR le otorga a su beneficiario un derecho de preferencia para celebrar un contrato sobre el activo, no solo con la presentación de una oferta antes que cualquier tercero, sino con la posibilidad de igualar cualquier mejor oferta que pueda presentar un tercero.

El otorgante realmente no le otorga exclusividad al beneficiario, porque la lógica es que tenga la libertad de buscar los mejores términos y condiciones para asignar el activo, pero, como contrapartida, ve limitado su derecho a elegir a su parte contractual desde que se obliga a trasladarle al beneficiario los mejores términos que pueda ofertar un

tercero y a celebrar el contrato con el beneficiario en tales mejores términos si este ejerce su derecho a igualar. De esta manera, el beneficiario se asegura que no perderá el activo, siempre y cuando esté dispuesto a asumir el respectivo costo (los mejores términos del tercero).

Al respecto, un tema esencial es definir hasta cuándo se promueve la competencia de ofertas y en qué momento se considera celebrado el contrato con el beneficiario, a efectos de definir en qué momento se entiende cerrada la posibilidad de que se sigan considerando ofertas de terceros. El mejor escenario para el otorgante es que se produzca una subasta indefinida, mientras que el beneficiario preferirá recibir la menor cantidad de mejores ofertas de terceros. Ante ello, dos aspectos deben quedar claros en el pacto: (i) el plazo que tiene el beneficiario para igualar la oferta del tercero desde que la misma le es comunicada; y (ii) el hecho que el otorgante le traslada al beneficiario la mejor oferta del tercero en calidad de oferta propia y que, ante ello, al beneficiario le bastará con igualar –entiéndase, aceptar la oferta– para que se considere suscrito el contrato.

Finalmente, podría presentarse algún pacto híbrido que mezcle al ROFO y ROFR. Por ejemplo, un pacto que otorgue exclusividad en favor del beneficiario y le prohíba al otorgante buscar mejores ofertas de terceros, pero igual le otorgue al beneficiario el derecho a igualar los términos de una mejor oferta de tercero que pueda aparecer sin que haya sido solicitada por el otorgante.

- c) Compromiso de contratar: se trata de un contrato preparatorio de tradición civilista, pero que también puede ser visto como un pacto de preferencia. El beneficiario podría acordar con el otorgante los términos esenciales del futuro contrato y dejar para una negociación posterior algunos aspectos secundarios. Bajo este escenario, si bien aún se necesitará negociar los términos restantes, el beneficiario tendrá seguridad que el contrato se celebrará en cierto momento y que, en caso no cuente con la colaboración del otorgante para cerrar el contrato, podrá demandar ante un juez la celebración del mismo.

La posibilidad de demandar la celebración del contrato es un remedio que no se encuentra presente en el ROFO y ROFR, al no

haber acuerdo *ex ante* sobre los elementos esenciales del contrato futuro: en el ROFO, porque solo consiste en un derecho para ofertar primero y negociar, y en el ROFR, porque los términos del eventual contrato recién serán definidos cuando aparezca la oferta del tercero.

- d) Contrato de opción: también consiste en un contrato preparatorio de carácter civilista y en la práctica es usado para dar preferencia. Este es el derecho de preferencia más fuerte que se puede otorgar en favor del beneficiario desde que el mismo contiene todos los elementos del futuro contrato y la voluntad anticipada del otorgante de celebrar tal contrato con el beneficiario, de manera que bastará con la declaración de voluntad del beneficiario para que se tenga por celebrado el contrato. Así y, cuando el beneficiario lo desee, podrá celebrar el contrato a su sola discreción (siempre dentro de los límites de lo pactado).

Si bien en teoría el compromiso de contratar y la opción serían los pactos de preferencia más fuertes en favor del beneficiario, en la práctica no son los más usados, pues tales pactos implican cierta completitud en su contenido, lo cual usualmente es complicado de definir desde el principio. Las partes pueden tener la intención de celebrar un contrato definitivo sobre el activo, pero aún no saben bajo qué términos y condiciones. Celebrar un compromiso de contratar o una opción es algo muy cercano a celebrar el contrato definitivo y, para ello, se debe tener mucha información, la cual usualmente no está disponible.

Por ejemplo, en el caso de un contrato de usufructo, las partes pueden llegar a un acuerdo sobre el usufructo y proyectarse sobre la posibilidad de celebrar una compraventa, pero no están preparados para definir todos los términos de tal futuro contrato. Por ello, precisamente, celebran un usufructo y no una compraventa, dado que el interés de las partes está enfocado en una explotación temporal del activo, sin perjuicio de pensar en la posibilidad de negociar una explotación definitiva y permanente. Por ello, si bien no es posible definir *ex ante* los términos definitivos de la compraventa, sí pueden agregar un pacto que les permita fijar cómo procederían con la negociación respectiva.

Bajo este escenario, el ROFO y ROFR, a diferencia del compromiso de contratar y el contrato de opción, otorgan mayor flexibilidad a las partes para pactar una preferencia relacionada a la celebración de un futuro contrato sin la necesidad

de definir sus términos y condiciones de manera anticipada, los cuales recién serán determinados al momento de presentar la primera oferta o cuando se conozca de la oferta formulada por un tercero.

#### IV. REFLEXIONES

El repaso por toda esta estructura contractual del M&A inmobiliario nos demuestra la riqueza del derecho contractual, el cual está en la autonomía privada y en la libertad de definir libremente el contenido del contrato mientras no se vulnere norma imperativa. Esto significa que el derecho contractual se va adaptando día a día a las necesidades de las partes y la operación en juego.

Incluso en la práctica se puede observar el ejercicio de un derecho vivo y extranjero que se opone o complementa al derecho nacional de origen civilista. Se puede experimentar una importación contractual que deroga la ley nacional o un pacto extranjero que se incluye para complementar e interactuar con instituciones tradicionales del derecho civil.

A su vez, el campo del M&A evidencia una interesante interacción entre el derecho societario y el contractual, algo que es muy evidente en la práctica profesional, pero a veces ignorada en las aulas de las facultades de derecho, donde los civilistas se sienten alejados del derecho societario o los corporativistas alejados del derecho civil, cuando en realidad operan uno al lado del otro.

En general, el M&A inmobiliario es un buen ejemplo de cómo se estructuran operaciones complejas en el mercado y de la interacción de diversas ramas del derecho que se combinan para canalizar la asignación de activos a sus usos más valiosos. 🏠

#### REFERENCIAS

- American Law Institute (1981). *Restatement Second of the Law of Contracts*.
- Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2009). What is Corporate Law? En R. Kraakman, J. Armour, P. Davies, L. Enriques, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, M. Pargendler, W. Ringe, and E. Rock (eds.), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (pp. 1-33). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198739630.001.0001>
- Barrio Gallardo, A. (2014). La respuesta española a la proliferación de cartas de intenciones en la

- contratación privada. *Revista de Direito Brasileira*, 9(4), 172-182. <http://dx.doi.org/10.26668/IndexLawJournals/2358-1352/2014.v9i4.2922>
- Buendía de los Santos, E. (2016). El rompecabezas de la confianza. La letter of intent y el memorandum of understanding en el derecho contractual peruano y la responsabilidad contractual. *Gaceta Civil & Procesal Civil*, (43), 187-196.
- Calvinho, G. (2005). La carta de intención y el memorándum de entendimiento. *Revista Foro Derecho Mercantil*, (9), 7-29.
- Carrasco Perera, Á. (2004). Las cartas de intenciones. En J. M. Álvarez Arjona & A. Carrasco Perera (coords.), *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Editorial Arazandi.
- Coates, J. C. (2012). *Allocating risk through contract: evidence from M&A and policy implications* (Working Paper No. 729). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2133343>
- (2016a). M&A Contracts: purposes, types, regulation and patterns of practice. En C. A. Hill & S. Davidoff Solomon (eds.), *Research Handbook of Mergers and Acquisitions* (pp. 29-65). Edward Elgar Publishing.
- (2016b). *Why have M&A contracts grown? Evidence from Twenty Years of deals* (Working Paper No. 333/2016). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2862019>
- (2018). Mergers, acquisitions, and restructuring: types, regulation, and patterns of practice. En J. N. Gordon. & W. G. Ringe (eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* (pp. 570-602). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780198743682.013.29>
- Corral Talciani, H. (2019). Una aproximación a la recepción de las “cláusulas de indemnidad por reclamaciones de terceros” en el derecho de contratos chileno. En G. B. Ramírez Gastón & E. Varsi Rospigliosi (eds.), *Congreso Internacional de Derecho Civil “Diálogo entre disciplinas”. Tomo I* (pp. 203-223). Fondo Editorial de la Universidad de Lima.
- Deloitte (2019). *Mercado de Fusiones y Adquisiciones de Latinoamérica. Segundo trimestre de 2019*. <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ar/Documents/finance/Mercado%20de%20Fusiones%20y%20Adquisiciones%20Latinoam%C3%A9rica%20T2-2019.pdf>
- Ernst & Young [EY] (2018). *En una era compleja para las M&A, ¿haces una pausa o avanzas? 19º Barómetro de la Confianza para la Inversión*. [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/ey-capital-confidence-barometer/ccb-pdfs/ey-barometro-de-la-confianza-para-la-inversion.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ey-capital-confidence-barometer/ccb-pdfs/ey-barometro-de-la-confianza-para-la-inversion.pdf)
- Escobar Rozas, F. (2016). Contratación corporativa y evolución legal. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (70), 67-93.
- Farnsworth, E. (1987). Precontractual liability and preliminary agreements: fair dealing and failed negotiations. *Columbia Law Review*, 87(2), 217-294. <https://doi.org/10.2307/1122561>
- García Long, S. (2016). *Un Big MAC, por favor: La cláusula MAC en fusiones y adquisiciones* Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica de Perú.
- (2017). Arbitraje en fusiones y adquisiciones de empresas. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (72), 87-112. <https://doi.org/10.18800/themis.201702.005>
- (2018a). ¿Casados, comprometidos o solo amigos? Pactando acuerdos no vinculantes. C.A. Soto Coaguila (coord.), *Fusiones & Adquisiciones* (pp. 193-257). Instituto Pacífico.
- (2018b). El nacimiento y ascenso de los civil lawyers. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (73), 271-294. <https://doi.org/10.18800/themis.201801.017>
- (2019). La estructura contractual de los financiamientos bancarios. En S. García Long (ed.), *Derecho Contractual Financiero: Estudios en Homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su Centenario* (pp. 55-96). Ediciones Normas Jurídicas.
- (2020). Mega transacciones: la estructura contractual y corporativa del leveraged buyout (LBO). En M. Salazar Gallegos (ed.), *Derecho Corporativo: Estudios en Homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su Centenario* (pp. 341-385). Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Gimeno Bevia, V. (2017). Los acuerdos de exclusividad en los procesos de adquisición de empresas. *Revista de Derecho Mercantil*, (304), 269-294.

- Guirado, L. M. (2016). El mercado inmobiliario, foco de operaciones en 2016. *Capital & Corporate*, (35), 18-19.
- Gulati, M., Scott, R. E. (2012). *The 3 ½ minute transaction. Boilerplate and the limits of contract design*. The University of Chicago Press.
- Hernández Gazzo, J. L. (2003). Apuntes sobre la reorganización simple en la legislación peruana. *Tratado de Derecho Mercantil. Tomo I: Ley General de Sociedades* (pp. 1207-1225). Gaceta Jurídica.
- Hill, C. A. (2001). A Comment on Language and Norms in Complex Business Contracting. *Chicago-Kent Law Review*, 77, 29-57.
- (2013). Why Are Non-US Contracts Written in US Legalese? Some Preliminary Thoughts and a Research Agenda. En M. Freeman, Michael & F. Smith (eds). *Law and Language: Current Legal Issues Volume 15* (pp. 457-465). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199673667.003.0278>
- Hill, C. A. & King, C. (2004). How Do German Contracts Do as Much with Fewer Words? *Chicago-Kent Law Review*, 79(3), 889-926.
- Huanco Piscoche, H. (5 de abril 2016). *¿Derecho inmobiliario?* Enfoque Derecho. <https://www.enfoquederecho.com/2016/04/05/derecho-inmobiliario/>
- Hundskopf Exebio, O., Payet Puccio, J. A., Montoya Stahl, A. & Ferrero Álvarez-Calderón, G. (2017). Mesa redonda: reforma de la Ley General de Sociedades. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (72), 237-256.
- Jensen, M.C. (2003). *A Theory of the Firm*. Harvard University Press. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Klass, G. (2009). Intent to contract. *Virginia Law Review*, 95(6), 1437-1503.
- Lau Gastelo, E. (2019). Breves apuntes sobre los FIBRAS y FIRBIs. El empleo de estos vehículos para combatir el déficit habitacional. En S. García Long (ed.), *Derecho Contractual Financiero: Estudios en Homenaje a la Facultad de Derecho PUCP en su Centenario* (pp. 177-208). Ediciones Normas Jurídicas.
- León Hilario, L. L. (2004). La buena fe en la negociación de los contratos: apuntes comparatísticos sobre el artículo 1362 del Código Civil peruano y su presunto papel como fundamento de la responsabilidad precontractual. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (49), 127-152.
- Llodrà Grimalt, F. (2003). "Letter of intent", carta de intenciones, precontrato. *Derecho de los negocios*, (151), 14-30.
- Marín Narros, H. D. (2012). Las invitaciones a negociar. *Revista de Derecho UNED*, (10), 367-393. <https://doi.org/10.5944/rduned.10.2012.11102>
- Navares González, S. G. (2011). La función de la carta de intenciones en la interpretación de los contratos celebrados por la empresa. *Iustitia*, (9), 215-241. <https://doi.org/10.15332/iust.v0i9.898>
- Oviedo Albán, J. (2008). Tratos preliminares y responsabilidad precontractual. *Vniversitas*, (115), 83-116.
- Parra Herrera, N. (2013). La autorregulación de los tratos preliminares. Análisis de las cartas de intención, memorandos de entendimiento y buena fe precontractual. *Revista de Derecho Privado*, (50), 1-34.
- Posner, R. A. y Rosenfield, A. M. (1977). Impossibility and related doctrines in contract law: An economic analysis. *The Journal of Legal Studies*, 6(1), 83-118.
- Quesada Sánchez, A. J. (2011). Las negociaciones dirigidas a la formación del contrato. En K. J. Albiez Dohrmann, M. L. Palazón Garrido & M. M. Méndez Serrano (coords.) *Derecho Privado Europeo y Modernización del Derecho Contractual en España* (pp. 55-107). Atelier.
- Schwartz, A. y Scott, R. E. (2007). Precontractual liability and preliminary agreements. *Harvard Law Review*, 120(3), 661-707.
- Segura Riveiro, F. (2006). Algunas cuestiones actuales en torno a la oferta y aceptación. *Cuadernos de Análisis Jurídico*, (3), 23-60.
- Vásquez Rebaza, W. (2018). Las cláusulas de formalidad convencional en la contratación contemporánea. En G. B. Ramírez Gastón & E. Varsi Rospigliosi (eds.), *Congreso Internacional de Derecho Civil "Diálogo entre disciplinas". Tomo I* (pp. 347-366). Fondo Editorial de la Universidad de Lima.

Watson, A. (1993). *Legal transplants. An approach to comparative law*. University of Georgia Press.

Zaldívar del Águila, R. y Castillo Vigil, P. (2017). Llegando al fondo de la inversión inmobiliaria: lo nuevo en FIBRA y FIRBI. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (72), 171-182. <https://doi.org/10.18800/themis.201702.009>

#### LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Código Civil [CC], Decreto Legislativo 295, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de julio de 1984 (Perú).

Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262, G.U. 27 de abril, 1942 (Italia).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1997 (Perú).