

GUÍA PRÁCTICA PARA OPERACIONES DE M&A: LOS DOCUMENTOS DEL PROCESO PREVIO AL SPA Y SUS SECCIONES MÁS RELEVANTES

PRACTICAL GUIDE FOR M&A TRANSACTIONS: THE PRE-SPA PROCESS DOCUMENTS AND THEIR MOST RELEVANT SECTIONS

Maria Angélica Meneses Battifora*
Rodrigo, Elías & Medrano Abogados

The purpose of this article is to enable the reader to understand the key steps prior to the Share Purchase Agreement (SPA) from a target company (seller) to the interested company (buyer). The documents required for this potential transfer have essential characteristics that must be respected throughout the procedure. The author establishes a breaking point in the non-binding and binding nature of the documents, as well as makes special mention of the faculties and obligations of the parties during the negotiations.

KEYWORDS: Shares; share purchase agreement; documents; procedure; negotiation.

El presente artículo tiene como objetivo que el lector pueda comprender las etapas clave previas a la compraventa de acciones de una empresa target (vendedor) hacia la empresa interesada (comprador). Los documentos necesarios para esta potencial transferencia tienen características esenciales que deben respetarse a lo largo del procedimiento. La autora establece un punto de quiebre en la no vinculatoriedad y la vinculatoriedad de los mismos, así como hace especial mención a las facultades y obligaciones de las partes en el curso de las negociaciones.

PALABRAS CLAVE: Acciones; compraventa; documentos; procedimiento; negociación.

* Abogada. Asistente de cátedra en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP) (Lima, Perú). Asociada del estudio Rodrigo, Elías & Medrado Abogados. Contacto: mmeneses@estudiorodrigo.com

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THÉMIS-Revista de Derecho el 10 de septiembre de 2023, y aceptado por el mismo el 20 de octubre de 2023.

I. INTRODUCCIÓN

Las operaciones de fusiones y adquisiciones, conocidas como 'M&A' (por sus siglas en inglés) se caracterizan por ser transacciones de alta complejidad que involucran a múltiples especialistas, entre ellos abogados y asesores financieros, quienes desempeñan un rol fundamental en su desarrollo exitoso. En este contexto, los abogados asumen una responsabilidad clave al, entre otros¹, encargarse de la elaboración y negociación de los documentos que conforman la transacción, los cuales tienen la tarea de plasmar de manera precisa y completa los acuerdos alcanzados entre las partes involucradas. Estos documentos, que suelen abarcar aspectos legales, financieros, comerciales y operativos, son una pieza fundamental de la transacción pues garantizan que se cumplan las condiciones y términos acordados por el comprador y vendedor, proporcionando así seguridad y protección a todas las partes involucradas en el proceso.

Si bien el contrato de compraventa de acciones, conocido como 'SPA' (por sus siglas en inglés) es el documento central en una compraventa de acciones, ya que representa el acuerdo definitivo mediante el cual el comprador adquiere del vendedor las acciones, en la etapa previa a la negociación y firma del SPA de los procesos competitivos existen documentos adicionales que revisten especial importancia para las partes. En este punto, resulta trascendental notar que cada transacción de M&A es única y puede requerir una combinación específica de documentos, adaptados a las necesidades y objetivos particulares de las partes involucradas. Sin embargo, existen ciertos documentos que se encuentran presentes de manera frecuente en la mayoría de las operaciones de M&A que ocurren en el marco de un proceso competitivo.

Considerando lo anterior, es importante recalcar que el propósito de este artículo no es realizar una lista exhaustiva de todos los documentos que potencialmente podrían ser necesarios en una operación de M&A, sino brindar a los lectores una guía práctica y útil que incluya los documentos clave para llevar a cabo una operación de compraventa de acciones en un proceso competitivo.

Antes de sumergirnos en el mundo de los documentos del proceso previo al SPA, es fundamental dar un paso hacia atrás y hacer un breve recuento sobre las operaciones de M&A.

II. LAS OPERACIONES DE M&A

Las operaciones de M&A que acarrear una toma de control implican la combinación o consolidación de ciertos activos productivos de uno o más negocios bajo el control conjunto de un equipo directivo con el fin de, entre otros, generar sinergias, aprovechar oportunidades estratégicas y potenciar el crecimiento.

Es de notar que, en principio, la propiedad sobre un activo origina un derecho de control sobre ese activo, y la propiedad de un paquete de más del sesenta por ciento (60%)² de las acciones de una sociedad también genera control sobre los activos de esa sociedad. Pero el control también puede ser adquirido mediante otros medios, como los convenios de accionistas o mediante la adquisición de un paquete minoritario de acciones en una sociedad con accionariado fragmentado.

Las operaciones que implican una toma de control pueden adoptar la forma de una adquisición de activos o de una adquisición de acciones. Si bien en este artículo al referirnos al término 'M&A' estaremos haciendo referencia a la última forma mencionada, resulta esencial proporcionar una breve descripción de ambas modalidades.

A. Adquisición de activos

La adquisición de activos es la modalidad a través de la cual se obtiene el control de un negocio a través de la compra de sus activos. Esta se lleva a cabo siguiendo formalidades que dependen de los activos específicos que se estén adquiriendo.

Una de las ventajas de la adquisición de activos es la posibilidad de seleccionar específicamente los activos y/o pasivos deseados, lo cual se conoce como '*cherry-picking*'. Al tener la opción de elegir selectivamente los activos y/o pasivos, se reduce la probabilidad de asumir pasivos ocultos o contingentes, lo cual disminuye el riesgo para el comprador. Además, tener control sobre la exposición al riesgo permite negociar un precio más favorable, ya que se puede evaluar y considerar de manera precisa el valor y la calidad de los activos específicos que se adquirirán.

No obstante, la adquisición de activos también puede acarrear ciertas desventajas. Una de ellas es la carga tributaria, ya que la transferencia de

¹ Además de los documentos de la transacción, los abogados se encargan, entre otras funciones, de realizar el *due diligence* legal de la *target*.

² Esto pues, de acuerdo con el artículo 126 de la Ley General de Sociedades, para adoptar válidamente acuerdos que requieran *quorum* calificado en segunda convocatoria se requiere únicamente la concurrencia de 3/5 de las acciones con derecho a voto.

activos entre empresas está sujeta al Impuesto General a las Ventas (en adelante, IGV). Además, es importante tener en cuenta que la transferencia de activos significativos³ de empresas peruanas requiere la aprobación de la Junta General de Accionistas. Adicionalmente, tanto los accionistas minoritarios⁴ como los acreedores⁵ tienen la posibilidad de objetar la transferencia de activos propuesta. Cabe también mencionar que, en caso los activos materia de la adquisición cuenten con licencias o autorizaciones, el traspaso de estas puede requerir la aprobación del Estado u otras entidades gubernamentales, lo cual puede conllevar a que el proceso de implementación de la transferencia de activos sea más prolongado y complejo que otras formas de adquisición de control.

Además, en caso de optar por una adquisición de activos, es de trascendental importancia tener en consideración tanto los potenciales efectos de la persecutoriedad laboral de activos⁶ como de la responsabilidad tributaria solidaria del adquirente de los activos⁷.

B. Adquisición de acciones

Existen diversas formas de adquirir acciones de una empresa (la *'target'*), como a través del mercado abierto, mediante una oferta pública de adquisición o mediante emisiones directas de acciones. La adquisición de acciones a través del mercado abierto implica comprar directamente las acciones de los propietarios a través de transacciones individuales. Por otro lado, la oferta pública es una oferta realizada de forma pública y dirigida a todos los accionistas mediante un proceso regulado para adquirir acciones en el mercado de valores. En el caso de las emisiones directas, la *target* emite nuevas acciones mediante un aumento de capital específicamente para la operación de adquisición de acciones. Es de notar que, la emisión de acciones importa la necesaria participación de la *target*.

La adquisición de acciones ofrece diversas ventajas, como la eficiencia, pues mediante una sola

operación, se asume el control de todas las relaciones de la empresa de manera integral. Asimismo, esta modalidad de adquisición no está sujeta al IGV⁸. Por otro lado, entre las desventajas se suele destacar el mayor riesgo asociado a la adquisición de acciones, ya que existe la posibilidad de asumir la responsabilidad por pasivos ocultos y contingencias que puedan surgir en el futuro. Además, se suele presentar una mayor complejidad en términos de negociación del precio y de la implementación de mecanismos contractuales de cobertura.

Adicionalmente, el proceso de adquisición de acciones puede adoptar dos enfoques distintos: uno exclusivo, caracterizado por una negociación bilateral con un único potencial comprador previamente identificado; o bien, puede seguir un proceso competitivo en el que se organiza una subasta dirigida a un grupo de posibles compradores. El proceso exclusivo resulta óptimo cuando existe un potencial comprador altamente prometedor, lo que aumenta las probabilidades de éxito. Por su parte, el enfoque competitivo se recomienda cuando se cuentan con múltiples candidatos identificables.

Por un lado, el enfoque exclusivo ofrece ventajas como una mayor confidencialidad, la posibilidad de un proceso más rápido y un impacto menor en las operaciones del negocio la *target*. Por otro lado, entre las ventajas del enfoque competitivo se encuentran la oportunidad de obtener un precio más favorable al seleccionar al mejor postor, así como la posibilidad de atraer a compradores más decididos en términos de precios y condiciones. No obstante, el enfoque exclusivo conlleva a asumir riesgos, como no maximizar el precio o los beneficios para el vendedor, además de un mayor riesgo de que la transacción no se concrete. En el caso del enfoque competitivo, la identificación cuidadosa de los compradores potenciales resulta crucial tanto por cuestiones de confidencialidad como por la probabilidad de éxito de la transacción. Es importante mencionar que en el enfoque competitivo suele ser necesario contratar asesores financieros para garantizar una adecuada gestión del proceso.

³ La referencia a activos significativos implica aquellos que tienen un valor contable mayor al 50% del capital social de una sociedad, cuya enajenación, de acuerdo al artículo 115 de la Ley General de Sociedades debe ser aprobada por la Junta General de Accionistas.

⁴ Los accionistas minoritarios pueden plantear objeciones en cuanto a la valorización de los activos durante el proceso de transferencia.

⁵ Si la transferencia de activos genera un deterioro en la garantía de sus créditos, los acreedores pueden oponerse a la transacción.

⁶ El artículo 3 del Decreto Legislativo 856, regula la persecutoriedad de los créditos laborales.

⁷ De acuerdo con artículo 17 del Código Tributario, los adquirentes de activos de empresas son responsables solidarios.

⁸ De acuerdo con el Reglamento de la Ley del Impuesto General a las Ventas, las acciones emitidas por una sociedad no se consideran como 'bienes muebles' para efecto del IGV.

Para efectos de este artículo, cuando hablamos de adquisición de acciones, nos referimos específicamente a la modalidad de mercado abierto en un proceso competitivo.

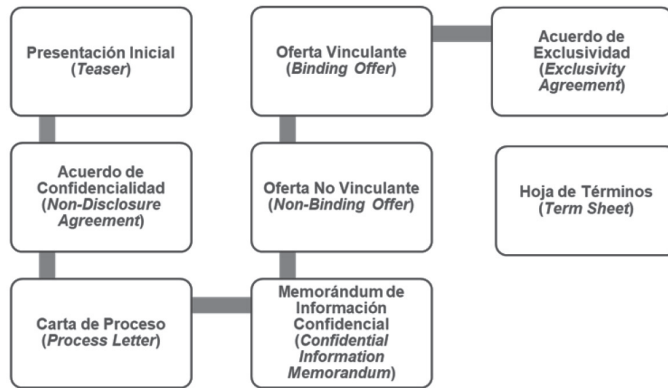
III. DOCUMENTOS DEL PROCESO PREVIO AL SPA Y SUS SECCIONES MÁS RELEVANTES

Los procesos competitivos de M&A constan de múltiples etapas diseñadas para seleccionar al

mejor postor. Esto involucra el trabajo conjunto de los asesores financieros con los asesores legales en la elaboración y negociación de diversos documentos antes de la negociación y firma del SPA.

A continuación, se detallan los documentos que comúnmente están presentes en estos procesos, los cuales se describirán en detalle posteriormente:

Figura 1: Etapas previas al SPA



Fuente: Elaboración propia

A. Presentación inicial (*Teaser*)

La ‘presentación inicial’, también conocida como ‘perfil ciego’ o ‘teaser’ en inglés, es un documento muy conciso, generalmente redactado en una extensión de una a cinco páginas, a través del cual se presenta al mercado la oportunidad de inversión sin revelar la identidad de la *target* ni el precio. El objetivo del perfil ciego es captar el interés de potenciales compradores sin develar información confidencial. Este no es un documento que está sujeto a negociación entre las partes, sino que es proporcionado por los asesores del vendedor a los potenciales interesados para despertar su curiosidad por la operación.

Por lo general, el nombre del *target* no se incluye en el *teaser*, pero sí se proporciona información de carácter general sobre la industria, el negocio y la posición en el mercado. Tampoco se incluyen detalles financieros y estratégicos confidenciales, ya que estos se reservan para etapas posteriores del proceso, cuando los potenciales compradores han demostrado un nivel suficiente de interés y compromiso con la transacción. Las secciones más relevantes de la presentación inicial son las siguientes:

1. Detalle de la industria

En esta sección, se brinda información sobre la industria en la que opera la *target* para que los potenciales compradores puedan evaluar si la indus-

tria es congruente con sus intereses y estrategias comerciales. Además de proporcionar datos relevantes sobre la industria en términos de tamaño, tendencias y dinámicas del mercado, se destacan los principales impulsores del crecimiento y los desafíos que enfrenta.

2. Aproximación a la *target*

Se incluye información sobre la naturaleza del negocio y el tipo de productos o servicios que brinda la empresa. Con el objetivo de preservar la confidencialidad, se debe evitar el uso directo de información extraída de la página web de la *target*. Adicionalmente, se debe brindar información sobre la ubicación geográfica de la misma y su perfil financiero pues muchos inversionistas están interesados solo en empresas que cumplan con ciertos parámetros financieros específicos. En esta sección, es trascendental destacar aquellos atributos que distinguen a la *target* de otras empresas de la misma industria. Estas diferenciaciones constituyen las razones fundamentales por las cuales invertir en este negocio es preferible en comparación con opciones similares y denotan la propuesta de valor de la transacción.

3. Estructura de la transacción

En este apartado se debe precisar de manera general cómo se pretende llevar a cabo la transacción. Se detalla si la intención del vendedor es

transferir la totalidad de las acciones emitidas por la *target*, si se considera la venta de una participación minoritaria o si, por el contrario, la estructura es flexible y susceptible de negociación con los potenciales compradores.

4. Información de contacto

Dado que la información de la *target* se mantiene en confidencialidad, el *teaser* debe incluir la información de contacto de los asesores que están llevando a cabo el proceso. Esto permitirá a los interesados obtener cualquier información o aclaración que puedan requerir sin develar la identidad de la *target*.

B. Acuerdo de confidencialidad (*Non-disclosure agreement*)

Luego de revisar el *teaser*, aquellos interesados en la transacción deben suscribir el 'Acuerdo de confidencialidad' o 'NDA', (por sus siglas en inglés). La firma de este acuerdo les permitirá acceder a la información sensible del proceso, lo cual incluye la identidad de la *target*. Mediante la suscripción del NDA los potenciales compradores se obligan a utilizar la información proporcionada solo para efectos de evaluar la operación y a no revelar la información proporcionada en el marco del proceso para así resguardar la integridad de la *target*.

Por lo general, el Acuerdo de confidencialidad suele estar sujeto a revisiones, comentarios y negociación entre la parte reveladora de la información, es decir, el vendedor, y la parte receptora de la información, esto es, el potencial comprador, ya que ambas buscan proteger sus propios intereses. Dentro de las cláusulas más significativas del NDA están las siguientes:

1. Definición de información confidencial

¿Cuál es esta información que reviste tal importancia que merece ser protegida? Mientras los abogados de la parte reveladora tienden a buscar que la definición de información confidencial tenga un alcance amplio, los abogados del comprador buscarán una definición más acotada. Usualmente, este término incluye toda la información que sea compartida por la parte reveladora, sea de manera electrónica, física o en reuniones, a la parte receptora. Esto incluye información de todos los aspectos de la transacción y de la *target*, incluyendo los financieros, comerciales, legales, entre otros.

2. Excepciones al deber de confidencialidad

Generalmente se excluye cierta información que, aunque podría encajar en la definición menciona-

da en el párrafo anterior, no está sujeta al deber de confidencialidad. Esto puede abarcar: (i) información de dominio público; (ii) información recibida por la parte receptora de un tercero que no está sujeto a un deber de confidencialidad; e (iii) información que la parte receptora posea legítimamente antes de firmar el NDA. Además, se suele dejar en claro que el deber de confidencialidad no puede oponerse a la parte receptora si la divulgación de la información es requerida por una autoridad gubernamental en el marco de una ley o proceso legal. No obstante, en caso de que se presente alguna de estas situaciones, resulta esencial que la parte receptora se lo notifique a la parte reveladora y que esta tome las precauciones necesarias para proteger la información sensible que fue previamente otorgada.

3. Plazo del deber de confidencialidad

Si bien la parte reveladora puede preferir que el plazo del deber de confidencialidad sea lo más extenso posible, ninguna parte receptora estaría dispuesta a aceptar una obligación de confidencialidad indefinida. Por esta razón resulta crucial que ambas partes lleguen a un consenso sobre un plazo razonable, el cual podría ser un periodo de tiempo definido o hasta la conclusión de la transacción, en caso de que esta se concrete. ¿Qué debe ocurrir con la información confidencial entregada si la transacción no se lleva a cabo? Usualmente se establece en el NDA que toda la información suministrada debe ser eliminada y/o destruida de forma segura.

4. Obligatoriedad del acuerdo

Por un lado, resulta esencial para la parte reveladora asegurarse que lo estipulado en el NDA sea de obligatorio cumplimiento para la parte receptora, y que el incumplimiento del deber de confidencialidad acarree consecuencias. Por otro lado, es igualmente relevante dejar claro que el Acuerdo de confidencialidad no impone a las partes la obligación de negociar ni, mucho menos, de perfeccionar la transacción. El propósito fundamental del NDA radica en establecer un entorno seguro para explorar la posibilidad de inversión, sin forjar un compromiso vinculante entre la parte reveladora y la parte receptora.

C. Carta de proceso (*Process letter*)

Después de que los interesados hayan firmado el Acuerdo de confidencialidad, los asesores del vendedor proceden a enviarles la carta de proceso. En este documento, se detalla los términos y condiciones aplicables al proceso de venta. La mencionada carta es acompañada por el Me-

morándum de información confidencial, que se detalla en el apartado siguiente, así como también el modelo financiero. A través de este documento, el vendedor suele extender una invitación a los interesados para que, una vez que hayan revisado el Memorándum de Información Confidencial, procedan a presentar una oferta no vinculante.

Es relevante destacar que la carta de proceso no es un documento sujeto a negociación entre las partes. Por el contrario, es suministrado por los asesores del vendedor a los posibles compradores que han suscrito el Acuerdo de confidencialidad con la función de establecer de manera transparente las directrices que regirán el proceso de venta. Las secciones más significativas de la carta de proceso son las siguientes:

1. Cronograma y fechas importantes

Dado que en esta etapa todavía suele haber varios postores, es de suma importancia para todas las partes involucradas asegurarse de que el proceso competitivo se desarrolle de manera ordenada. Con este propósito, la carta de proceso establece un cronograma detallado con fechas cruciales para diversas fases dentro del proceso. Esto abarca la presentación de ofertas no vinculantes, la revisión de documentación y otras etapas clave. A pesar de que en la práctica en ciertos procesos es posible que algunos postores soliciten extensiones de plazos, inicialmente son los vendedores quienes establecen estas fechas. La carta de proceso busca brindar claridad y estructura al proceso competitivo, permitiendo a todos los postores entender las etapas temporales y cumplir con los plazos establecidos.

2. *Due diligence* y acceso a la información

En esta sección se proporcionan los detalles relativos a la realización del proceso *due diligence* que los postores deberán llevar a cabo para tomar decisiones en etapas posteriores de la transacción. Además, se presentan las directrices sobre cómo las partes interesadas podrán acceder a la información pertinente relacionada con la *target*, lo cual generalmente se hace a través de un *virtual data room*; y, se especifica qué tipo de información estará disponible. Es fundamental también establecer cómo se manejarán las preguntas o solicitudes adicionales que puedan surgir por parte de los postores con relación a la documentación proporcionada, así como los plazos dentro de los cuales deberán llevar a cabo su proceso de *due diligence*. La intención es otorgar claridad sobre el flujo de comunicación y asegurar que todas las partes tengan la oportunidad de realizar las eva-

luaciones necesarias mientras se mantiene la eficiencia del proceso.

3. Sobre las ofertas no vinculantes

Dado que la carta de proceso convoca a los interesados a presentar sus ofertas no vinculantes, es esencial detallar la manera en que los interesados deben presentar sus propuestas y establecer los requisitos mínimos de información que deben contener. Dado que esta etapa es parte de un proceso competitivo se anticipa la presentación de múltiples ofertas, resulta igualmente relevante destacar los criterios que serán empleados para evaluar y comparar las ofertas presentadas.

4. Negociaciones

Con el fin de fomentar la previsibilidad y optimizar la eficiencia del desarrollo de las etapas, la carta de proceso establece las pautas fundamentales para las negociaciones relacionadas con la transacción con los posibles compradores. A modo de ilustración, podría indicarse si el vendedor anticipa un número específico de rondas de negociación para el SPA. Esta disposición tiene como finalidad asegurar que el proceso sea lo más efectivo posible.

D. Memorándum de información confidencial (*Confidential information memorandum*)

Para que los interesados puedan tomar una decisión informada sobre si desean o no presentar una 'oferta no vinculante', estos deben disponer de información suficiente acerca de la *target*. Con este propósito, los asesores del vendedor proporcionan, junto con la carta de proceso, el Memorándum de Información confidencial, conocido también como 'CIM' (por sus siglas en inglés). El CIM representa un compendio exhaustivo a través del cual se suministra información pertinente y completa sobre la *target* y sus activos a los potenciales compradores, a fin de que puedan llevar a cabo una evaluación preliminar de la transacción.

Todo el contenido incluido en este documento goza de carácter confidencial y debe encontrarse protegido por el Acuerdo de confidencialidad suscrito entre las partes. Los asesores financieros suelen elaborar el CIM, en colaboración de los asesores legales para las secciones que resulten pertinentes. El CIM no es un documento objeto de negociación entre las partes, ya que su propósito principal radica en proporcionar información sobre la *target* sin necesidad de establecer acuerdos específicos para la transacción. Este documento no incluye el precio de venta de la *target*, pues parte de su finalidad es incentivar a los postores a presentar precios en sus ofertas no vinculantes para

obtener la valoración máxima en beneficio del vendedor. Entre las secciones más relevantes del Memorándum de información confidencial están las siguientes:

1. Resumen ejecutivo

El resumen ejecutivo engloba información crucial sobre el proceso para facilitar el envío de las ofertas no vinculantes. En esta breve sección, se reitera la información de contacto ya presentada en el *teaser* y, por lo general, se establece explícitamente que los oferentes deben abstenerse de contactar directamente a la *target* o el vendedor, ya que esta comunicación tiende a ser gestionada por asesores financieros. Además, esta sección abarca el alcance de la transacción y proporciona un breve perfil de la *target*, que encapsula, de manera sucinta, sus principales cifras, ventajas competitivas y desempeño financieros.

2. Tesis de inversión

Esta sección es un componente esencial del CIM que presenta a los postores las razones y argumentos por los cuales deben invertir en la *target*. Es trascendental que esta sección esté respaldada con datos sólidos y análisis fundamentado. Para dichos efectos, es usual resaltar las ventajas competitivas de la *target*, tales como productos distintivos o tecnología única en su género. Además, es recomendable destacar los logros obtenidos en términos financieros y operativos.

3. Descripción del panorama macroeconómico y de la industria de la *target*

Con el objetivo de presentar perspectivas tanto en términos absolutos como comparativos, es común incorporar datos históricos y proyectados de indicadores macroeconómicos tanto del país donde opera la *target* como de otros países relevantes. Adicionalmente, en caso de que se presenten eventos adversos en el horizonte macroeconómico, es habitual incorporar información y análisis de entidades de renombre que delinee posibles escenarios y medidas de mitigación. Respecto a la industria, es típico incluir una descripción detallada de la cadena de valor del producto o servicio ofrecido por la *target*. Este componente educativo es esencial para los inversionistas financieros que podrían carecer de experiencia en el funcionamiento de un sector específico. Por último, aunque no menos relevante, se proporciona un análisis competitivo que compara a la empresa objetivo con sus principales competidores. Esta sección brinda a los inversionistas una comprensión profunda de la posición de la *target* con relación a otros actores del mercado.

4. Descripción de la *target* y proyecciones financieras

La descripción de la *target* y las proyecciones financieras representan la sección más amplia y detallada del CIM. En esta parte, se profundiza en los aspectos operativos, la infraestructura disponible y los activos muebles clave, como la maquinaria, así como los activos inmobiliarios, como terrenos y edificaciones. En ciertos casos, es posible añadir perfiles biográficos de la plana general de la empresa, especialmente en situaciones donde la *target* cuenta con un equipo de gestión que se anticipa a continuar dirigiendo las operaciones tras el cierre de la transacción. Asimismo, se ofrece un resumen de los logros financieros pasados, poniendo en relieve el sólido desempeño de la *target*. Además, se incorpora un compendio de las proyecciones operativas y financieras de la empresa objetivo. Estas proyecciones deben abarcar un periodo de tiempo apropiado que permita a los postores evaluar con mayor certeza a la *target* y su capacidad para generar rendimiento y sinergias.

E. Oferta no vinculante (*Non-binding offer*)

Luego de haber revisado el CIM a detenimiento y con el propósito de avanzar hacia una etapa más avanzada del proceso, donde se puede llevar a cabo el proceso de *due diligence*, los postores interesados presentan su 'oferta no vinculante', comúnmente referida como 'NBO' (según sus siglas en inglés). A través del NBO, los postores detallan su oferta inicial, junto con términos, condiciones y asunciones preliminares. Es importante resaltar que esta oferta no crea una obligación vinculante para concretar la transacción. En cambio, el NBO actúa como un medio para expresar interés y continuar las conversaciones y negociaciones con el vendedor.

Dado que en esta fase del proceso competitivo todavía se encuentran involucrados múltiples postores, el NBO desempeña un papel esencial para evaluar si las expectativas del vendedor y las del potencial comprador están alineadas. Es fundamental que el potencial comprador, a través de su NBO, pueda diferenciarse entre los demás postores, convirtiendo su oferta en la más atractiva para el vendedor. Además, el NBO permite demostrar que el comprador potencial es capaz de cumplir con los requisitos delineados por el vendedor en la carta de proceso.

1. Precio

En el NBO el postor debe especificar el precio que está dispuesto a pagar por la adquisición de las acciones de la *target*. Este precio puede ser un valor

determinado o un rango de precios, sujeto a ciertas variables. Dado que en esta etapa el vendedor posiblemente recibirá múltiples ofertas no vinculantes, es fundamental que pueda analizar cuál de ellas le brinda las condiciones más favorables en términos de precio. Para lograrlo, cada postor puede detallar en su NBO las suposiciones que respaldan el precio propuesto.

2. Condiciones de la oferta

Como al presentar sus ofertas no vinculantes los postores siguen en una etapa preliminar del proceso competitivo, es crucial que detallen las condiciones bajo las cuales están presentando su oferta. Una condición común en esta etapa es la realización del proceso de *due diligence* para determinar si existen alguna contingencia que pueda afectar la viabilidad de la transacción para el postor.

3. Tiempos estimados

Para que el vendedor pueda evaluar y comparar a los posibles postores de manera efectiva, es fundamental conocer la capacidad de cada uno de ellos para cumplir con el cronograma establecido en la carta de proceso. Por lo tanto, resulta esencial que en el NBO se describa de manera clara y precisa cualquier asunto relacionado con la transacción que pueda influir en los plazos propuestos.

4. No obligatoriedad

Como bien lo indica su nombre, el NBO es un documento que no goza de obligatoriedad. No obstante, es posible que algunas secciones, como las relacionadas con la confidencialidad, sí tengan carácter vinculante. Por lo tanto, resulta esencial especificar claramente qué secciones del documento son vinculantes y cuáles no lo son. Dado que el NBO que no genera la obligación de llevar a cabo la transacción, es importante que el postor tenga la opción de retirarse del proceso competitivo en cualquier momento.

F. Oferta vinculante (*Binding offer*)

Si el NBO presentado por el postor es aceptado y el postor se encuentra satisfecho con la *target* luego de la realización de su *due diligence*, este procederá a enviar una oferta vinculante, 'BO' (por sus siglas en inglés), para seguir adelante con la transacción. La BO podría contemplar términos distintos a los incluidos en la NBO en caso de que el postor identifique contingencias o aspectos inesperados durante su proceso de debida diligencia. Sin embargo, una vez que el vendedor acepte la BO, los términos indicados en la misma son de obligatorio cumplimiento para el postor.

En este sentido, la BO marca un punto crucial en el proceso de M&A pues establece un compromiso legal y vinculante para las partes. Esto no quiere decir que necesariamente el postor ha ganado la exclusividad en el proceso, pues es usual que un proceso competitivo siga teniendo varios postores en esta etapa del proceso.

1. Precio y términos de pago

Aunque en documentos anteriores el oferente ya ha señalado el precio que estaría dispuesto a pagar por las acciones de la *target*, es imperativo que este precio se consigne en la BO. Hasta este momento, el precio mencionado era de carácter puramente indicativo. Sin embargo, al incluirlo en dicho documento, el oferente asume una obligación legal de respetar dicho precio durante el proceso. Además, se establecen de manera vinculante los detalles sobre cómo se efectuarán los pagos correspondientes al precio acordado.

2. Condiciones

El hecho de presentar una BO no implica que el potencial comprador vaya a garantizar el cierre de la transacción. Esto se debe a que pueden existir ciertas condiciones externas al potencial comprador que son necesarias para completar la operación. Un ejemplo de esto es la aprobación de control de concentraciones por parte del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (en adelante, Indecopi), en caso de que la transacción cumpla con los umbrales regulados en la normativa correspondiente.

3. Obligatoriedad

Es fundamental que quede claramente establecido en la **oferta vinculante** que esta es de cumplimiento obligatorio por parte del potencial comprador. Esto significa que, una vez presentada y aceptada, la oferta se convierte en un compromiso legal vinculante para el potencial comprador, estando así obligado a cumplir los términos y condiciones pactados.

4. Borrador del SPA

Suele suceder que el vendedor envía un primer borrador del SPA a los postores para que estos lo revisen y envíen sus comentarios junto con la **oferta vinculante**. Esto permite al vendedor evaluar con cuál postor comparte más similitudes en términos de las condiciones de la transacción y, por lo tanto, determinar con quién es más probable que se concrete la operación.

G. Acuerdo de exclusividad (*Exclusivity agreement*)

A través del acuerdo de exclusividad, el vendedor se compromete a abstenerse de entablar negociaciones o buscar ofertas por parte de terceros mientras se encuentran en desarrollo las conversaciones con un potencial comprador durante un periodo de tiempo determinado. Este tipo de acuerdos proporciona una garantía al potencial comprador al salvaguardar sus intereses mientras este continúa realizando esfuerzos, como inversión en tiempo, capital humano y dinero, para llevar a cabo la transacción de manera exitosa.

Normalmente en un proceso competitivo, el acuerdo de exclusividad se suscribe en una etapa avanzada del proceso y solo después de que el vendedor haya logrado identificar al mejor postor. Es posible también que en un proceso competitivo el vendedor opte por no otorgar exclusividad a ninguno de los postores y decida negociar el SPA simultáneamente con varios postores. En este escenario, los postores tendrán que evaluar si vale la pena seguir invirtiendo recursos a pesar de la posibilidad de que el vendedor opte por otro postor en una etapa avanzada. Dadas las diferencias de intereses, el Acuerdo de exclusividad tiende a ser objeto de negociaciones entre el potencial postor y el vendedor. Dentro de las cláusulas más relevantes están las siguientes:

1. Duración de periodo de exclusividad

La duración de la exclusividad otorgada por el vendedor es un aspecto trascendental. En este punto, el potencial comprador y el vendedor a menudo tienen intereses contrapuestos. Por un lado, el potencial comprador suele estar interesado en obtener un periodo de exclusividad prolongado, incluso durante toda la duración de la transacción, es decir, hasta la firma del SPA. Por otro lado, el vendedor podría preferir negociar un periodo de exclusividad más breve que le permita continuar el proceso con otros postores en caso de que la transacción no avance de acuerdo con sus expectativas.

2. Alcance de la obligación

¿Qué tipos de operaciones estarán protegidas por el deber de exclusividad? Es primordial que la respuesta a esta pregunta quede claramente esclarecida en el Acuerdo de exclusividad. Por ejemplo, si la *target* posee un principal activo productivo, y el Acuerdo de exclusividad se limita exclusivamente a regular la compra de la totalidad de las acciones de la *target*, podría darse la paradoja de que el vendedor negocie la venta del activo productivo

de la *target* con otro postor sin infringir las obligaciones pactadas en este acuerdo.

3. Obligaciones de las partes

Si bien la obligación principal de este acuerdo es el otorgamiento de la exclusividad por parte del vendedor a favor del potencial comprador, es posible que se establezcan obligaciones adicionales para garantizar la efectividad de la exclusividad durante su periodo de vigencia. Esto puede implicar acuerdos sobre cómo deben llevarse a cabo las negociaciones o el proceso de *due diligence*, así como la obligación del vendedor de comunicar al potencial comprador cuando reciba alguna oferta de un tercero.

4. Incumplimientos

Se deben consecuencias claras en caso de incumplimiento de cualquiera de las partes en relación con las obligaciones acordadas. A manera de ejemplo, el vendedor podría solicitar que, en caso de incumplimiento por parte del potencial comprador, el Acuerdo de exclusividad se resuelva automáticamente. En cambio, el posible comprador podría requerir que, en caso de que el vendedor no cumpla con su deber de exclusividad, se le indemnice por los costos incurridos para llevar a cabo la transacción durante el periodo de exclusividad.

H. Hoja de términos (*Term sheet*)

El '*term sheet*', también conocido como '*letter of intent*', suele ser un documento no vinculante que establece los términos y condiciones principales sobre los cuales las partes acuerdan negociar de buena fe. En este se describen puntos esenciales de entendimiento comercial en torno a los cuales se estructurará la transacción; y, por tanto, sirve como un marco de referencia previamente acordado para las negociaciones del SPA. Sin embargo, este documento no tiene la intención de abarcar todos los detalles de la transacción ni sugiere redacciones específicas para el SPA.

Es importante destacar que el *term sheet* por sí solo no constituye una oferta ni un compromiso legal por parte de los firmantes para llevar a cabo algún acuerdo. Este documento facilita la negociación del SPA, al dejar en claro las principales expectativas de ambas partes que deben ser plasmadas en el documento definitivo. Como en este se establece el marco para las negociaciones del SPA, es común que sea objeto de intensas negociaciones entre las partes. Entre sus cláusulas más relevantes, se incluyen las siguientes:

1. Firma y cierre

¿La transacción se llevará a cabo con firma y cierre simultáneos o se anticipa un lapso de tiempo entre la firma y el cierre? En caso de un cierre diferido, ¿qué condiciones deben cumplirse para efectuarlo? Es crucial que el *term sheet* describa con claridad la estructura propuesta para la firma y el cierre de la transacción. Además, generalmente se incluyen plazos estimados o máximos para la ocurrencia de estos dos eventos.

2. Naturaleza vinculante de ciertos aspectos

Si bien el *term sheet* en sí suele ser un documento no vinculante, es importante destacar que este sí puede contener cláusulas específicas que de carácter vinculante. Algunos ejemplos de cláusulas que razonablemente se espera que tengan carácter vinculante son aquellas relacionadas con la elección de la ley aplicable y la jurisdicción, la exclusividad y la confidencialidad.

3. Declaraciones y garantías (R&W) e indemnizaciones

El *term sheet* generalmente incluye las afirmaciones que el vendedor hará sobre la *target*, sus activos relevantes y otros elementos cruciales para que el potencial comprador esté dispuesto a firmar el SPA. Además, se establecen los mecanismos de indemnización en caso de que alguna de estas afirmaciones resulte incorrecta. Los mecanismos de indemnización y las garantías en caso de afirmaciones falsas (*'misrepresentations'* en inglés) pueden variar y pueden incluir, por ejemplo, la retención de parte del precio, el otorgamiento de garantías por un tercero relacionado, indemnizaciones específicas y otras disposiciones.

4. Otras disposiciones especiales

Dependiendo de la naturaleza de la transacción, se puede incorporar en el *term sheet* secciones específicas que revistan importancia para las partes involucradas. Por ejemplo, en función de la industria o las circunstancias particulares, podría ser esencial para el comprador que el vendedor asuma una obligación de no competencia. Del mismo modo, puede ser crucial que el vendedor acuerde proporcionar servicios de transición a la *target* durante un periodo razonable después del cierre de la transacción para facilitar una transición fluida. 🗑️

REFERENCIAS

Bainbridge, M. (2012). *Mergers and Acquisitions* (3ra ed.). Foundation Press.

Bower, J. (2001). Not All M&As Are Alike—And That Matters. *Harvard Business Review*.

Bussiere, S., Halper, J., & J. Stanisci (2019). Clear and Unambiguous Terms of Merger Agreement. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.

Forsyth, A. (2011). Adquisiciones de empresas y activos de negocios un enfoque práctico. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (59), 121-135.

Lajoux, A. (2019). *The Art of M&A: A Merger, Acquisition and Buyout Guide* (5ta ed.). McGraw-Hill Education

Sherman, A. (2011). *Mergers and Acquisitions from A to Z* (3ra ed.). AMACOM Division of American Management Association International.

Strothmann, Y. & Vorsmann, M. (2008). *Acquisitions in Germany. A Guide to Corporate Takeover and Purchase Enterprises*.

Richter, P. (2016). Negotiation in Good Faith: *SIGA v. PharmAthene*. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

Decreto Legislativo 856, Decreto Legislativo que precisa alcances y prioridades de los créditos laborales, Diario Oficial *El Peruano*, 4 de octubre de 1996 (Perú).

Decreto Supremo 122-94-EF, Reglamento de La Ley del Impuesto a la Renta, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de septiembre de 1994 (Perú).

Decreto Supremo 133-2013-EF, Decreto Supremo que aprueba el Texto Único del Código Tributario, Diario Oficial *El Peruano*, 22 de junio de 2013 (Perú).

Ley 26887, Ley General de Sociedades, Diario Oficial *El Peruano*, 5 de diciembre de 1997 (Perú).