

**ENTREVISTA: TENDENCIAS, DESAFÍOS Y OPORTUNIDADES
DEL M&A EN PERÚ: NUEVOS ACTORES EN EL MERCADO
LOCAL, INTERNACIONALIZACIÓN DE GRUPOS PERUANOS
Y FUTURO DEL M&A ANTE LA RECESIÓN ECONÓMICA**
**INTERVIEW: TRENDS, CHALLENGES, AND OPPORTUNITIES OF M&A
IN PERU: NEW PLAYERS IN THE LOCAL MARKET,
INTERNATIONALIZATION OF PERUVIAN ECONOMIC GROUPS
AND THE FUTURE OF M&A DUE TO THE ECONOMIC RECESSION**

Alberto Rebaza Torres*

**Ex miembro del Consejo Directivo de THĒMIS
Rebaza, Alcázar & De Las Casas**

No es secreto que el Perú ha experimentado una crisis política en los últimos años que ha ocasionado la salida de varios presidentes. Inclusive, fuimos testigos de un fracasado golpe de Estado en el año 2022. Por ello, el mundo del M&A, al igual que la nación, se ha visto afectado y ha sido objeto de ciertos cambios que involucran tanto a inversionistas de nuestro país, como extranjeros.

En ese sentido, Alberto Rebaza, socio fundador del estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas, nos comenta en esta entrevista su perspectiva sobre el mercado de M&A. Para ello, hace uso de su vasta experiencia como líder del área de Fusiones y Adquisiciones del mencionado estudio y opina sobre las implicancias que ha tenido la inestabilidad política, las nuevas figuras legislativas que reforman este mercado y las distintas opiniones controversiales que versan sobre la forma en la que se desenvuelve el M&A. Finalmente, brinda una proyección de cómo se desenvolverá el M&A en 2024.

* Abogado. Máster en Derecho por University of Virginia School of Law. Managing Partner de Rebaza, Alcázar & De Las Casas. Contacto: alberto.rebaza@rebaza-alcazar.com

Agradecemos al estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas por brindarnos sus instalaciones para la realización de la presente entrevista.

Esta entrevista fue realizada por Valentina Hernández Bernos, directora del Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho. Además, participaron de la entrevista Ignacio Tovar, miembro del Consejo Ejecutivo de THĒMIS-Revista de Derecho, y Fernando Rodríguez, asociado senior del estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas.

I. ¿Cuál es su balance del mercado de M&A en este año 2023?

Considero que el mercado de M&A en el 2023 estuvo marcado por la transición política. Para contestar de mejor forma esta pregunta, comenzaré hablando sobre nuestro país, Perú, y luego hablaremos del extranjero.

En Perú, evidentemente, el –fracasado– golpe de Estado produjo una transición a un nuevo gobierno liderado por la presidente Dina Boluarte. Producto de ello, se generó un periodo de cierta inestabilidad, pero este fue seguido muy rápidamente de un periodo de mayor estabilidad por diversas razones que significaron una mejora relativa frente a lo que se veía en el gobierno de Pedro Castillo.

Esta inestabilidad significó que los distintos actores en la industria de M&A tuvieran un periodo de adaptación, un *'wait and see'* bastante marcado; pero que, luego de superado ese periodo de inestabilidad –recordemos el verano pasado, caracterizado por muchas movilizaciones y situaciones bastante complejas– se vivió un segundo, tercer y cuarto trimestre más tranquilos. De este modo, lo que tenemos hoy en día es una situación relativamente estable, mucho más que la del gobierno anterior. Sin embargo, vale la pena aclarar, no es la estabilidad a la que estábamos antes, yo diría, de la crisis del gobierno de Pedro Pablo Kuczynski.

¿Qué significa eso en términos de M&A? Significa que en el primer y segundo trimestre del 2023 hubo bastante lentitud en las transacciones –en términos generales–; pero que, a partir del final del segundo y comienzos del tercer y cuarto trimestre, se inició una reactivación muy marcada en diferentes frentes.

Lo sucedido en el mundo no fue muy distinto al Perú en términos de estabilidad política y de los mercados. La invasión de Rusia a Ucrania, por ejemplo, tuvo una serie de efectos en la estabilidad de los mercados, sobre todo por el temor de lo que podía pasar en Europa, al impregnarse los temores de perder el suministro de gas ruso, experimentar un invierno brutal, entre otras situaciones alarmantes. También es cierto que las tasas de interés a nivel mundial no disminuyeron y hubo una fuerte inflación en el mundo que encareció el dinero: al encarecerse el endeudamiento, hubo impacto negativo en la capacidad de inversión y, por tanto, se hizo más difícil la capacidad de compra de empresas. Por todo ello, el 2023 ha sido un año complejo en diversos aspectos.

Afortunadamente, si bien el primer semestre fue bastante complejo, el segundo semestre ‘pintó’

mejor en cuanto a inversión y perfil de inversionistas. Si bien las circunstancias no fueron ideales, sí resultaron bastante aceptables en una multiplicidad de sectores, no solamente en aquellos que suelen ser más resilientes como la energía (activos sólidos que pueden ser de interés de cualquier inversionista), sino también en sectores más complejos como la agroindustria.

Sin embargo, en materia de inversión seguimos estancados muy marcadamente como país en dos ámbitos: infraestructura y minería. En ambos casos, no hay proyectos importantes desarrollándose en Perú. Estamos terminando este año con un crecimiento muy bajo (probablemente haya un efecto rebote positivo durante el 2024); pero lo cierto es que, si hubiera proyectos de infraestructura relevantes hoy en día (por ejemplo, las líneas 3 o 4 del Metro de Lima, o proyectos portuarios, aeroportuarios, ferroviarios o viales) o si destrabaran los grandes proyectos mineros que están lamentablemente paralizados, hablaríamos de un país que crece cinco o siete veces más de lo que crece ahora.

II. ¿Cuáles han sido los perfiles de los inversionistas en el mercado de M&A?

En nuestro Estudio, estamos bastante sorprendidos con la multiplicidad de inversionistas que vienen ingresando al país. Comenzamos el 2023 pensando que iban a ser perfiles más de corte especulativo u oportunista, como suele suceder en mercados turbulentos. Obviamente, también esperábamos mucha inversión china. Pensábamos que este perfil de inversionista iba a ser el que tendría más predominancia. Sin embargo, nos llevamos una buena sorpresa al notar una mayor variedad de lo que imaginábamos. Y digo una ‘buena sorpresa’ porque las fuentes de inversión no deben estar concentradas en una sola región o país ni en un solo tipo de perfil de inversionista, sino en una multiplicidad de ellos.

Entonces, ¿cuál es el perfil del inversionista de M&A? Es una respuesta bastante larga, pero los inversionistas en M&A tienen perfiles bastante variados.

Por ejemplo, estimamos que habría mayor predominio de la inversión china, principalmente porque Luz del Sur fue comprada por una empresa china y nuestro Estudio asesora a Enel en la venta de su distribuidora a otra empresa china. No obstante, hemos visto una gran variedad de actores por el lado comprador, entre ellos fondos como KKR (uno de los más importantes del mundo, con inversiones en infraestructura de telecomunicaciones), HIG Capital (fondo con presencia global que ad-

quirió Ransa hace un par de años, que sigue muy activo en el país y en la región) y otros fondos de que involucran inversionistas sofisticados y levantamiento de capital en el extranjero de parte de inversionistas sofisticados.

Ahora bien, visto el Perú en su real y más amplio contexto, más allá de todos los problemas que hemos tenido, es preciso recordar que, comparados con el resto del mundo, nos hemos mantenido como un país con baja inflación, con bajo o nulo déficit fiscal, con tratados que versan sobre protección de la inversión extranjera que ha probado funcionar en el pasado y con tasas de crecimiento mejores a las de muchos países de la región y, como mencionaba, con perspectivas de crecimiento para los siguientes años. Un país que, en suma, otorga seguridades no menores. Por otro lado, vemos el ejemplo de Milei en Argentina, quien está tratando de hacer, con gran esfuerzo y obstáculos, lo que nosotros hicimos hace muchísimos años: tener baja inflación, no tener déficit fiscal, que el dólar no sea manipulado por el gobierno, que no haya control de precios. Conseguir tales objetivos es muy importante para atraer inversión y, por tanto, generación de empleo y crecimiento: el Perú los logró y los ha mantenido por más de 20 años.

Por esa parte positiva del Perú, estos fondos de *private equity* han continuado invirtiendo en el país, lo cual es muy positivo.

Una interesante sorpresa ha sido la llegada de inversionistas centroamericanos. Analizando geopolíticamente la región, uno advierte que Perú y otros países cuentan con una estabilidad política que, si bien en estos momentos nos puede parecer un tanto dañada, ciertamente es mayor a la de otras regiones y pareciera que mayor a la de Centroamérica. Además, Perú y otros países sudamericanos representan mercados sustancialmente más grandes que los guatemaltecos, costarricenses, salvadoreños y otros de la región centroamericana. De esta forma, hoy en día estamos presenciando una tendencia interesante de grupos importantes ingresando a Sudamérica a la que encuentran como un destino interesante en términos de mayor estabilidad que la que tienen en Centroamérica y, a su vez, mercados más relevantes. Ejemplo de ello es el grupo Hame, que recientemente adquirió AgroKasa.

Tampoco hay que dejar de lado al inversionista peruano. Es indudable que este ha tenido un cambio de paradigma que, en mi opinión, será permanente, y es que Perú ya no es la única opción para el inversionista nacional. Hace ya un buen tiempo, el inversionista peruano comenzó a tantear otros países de la región con el fin de expandir sus ne-

gocios. Así Colombia Chile y Ecuador fueron los principales destinos de inversión peruana, aunque también algo hubo en México, Argentina y Brasil. Y, de hecho, se veía a la Alianza del Pacífico como una futura región, por lo que el inversionista peruano aprendió a invertir en esos países. Con la crisis generalizada en términos políticos, no sólo en el Perú y sino también en el resto de países de la región, el cambio de paradigma del inversionista peruano ha provocado que se comience a interesar por otros mercados más distantes, más competitivos, pero al mismo tiempo más estables, y estos son principalmente Estados Unidos y Europa. Ahora tenemos grupos como UNACEM comprando en California, o el Grupo Romero anunciando un fondo junto con Carlyle para invertir en los Estados Unidos. También hay muchos grupos peruanos ingresando a Europa como es el caso del grupo Mulder, Andino y otros más. Ahora bien, el que haya cambio de paradigma, no significa para nada que vaya a ver un desentendimiento con el mercado peruano, ya que, a pesar de su nueva visión, estos inversionistas mantienen al Perú como un espacio prioritario de interés.

Finalmente, advierto que las transacciones de M&A *mid-market* no se están recuperando tan rápidamente. Ese rubro es más lento debido a que es menos resistente a los efectos perjudiciales de la inestabilidad política y las métricas financieras de las *targets* se debilitan de manera más marcada, haciendo más difícil que los precios ofrecidos para tales *targets* satisfagan las expectativas o pretensiones de los vendedores. Esto último diferencia a las compañías grandes, que pueden típicamente sortear turbulencias políticas y complicaciones de mercado de mejor manera. Esto explica, por ejemplo, el ingreso de inversionistas grandes como Actis, un fondo británico de infraestructura que recientemente realizó inversiones considerables en el país (adquisición de *data centers* de Nabiax) y está a la espera de la autorización del Indecopi para adquirir Enel Generación.

III. ¿Cree que la ola de M&A liderada por fondos de *private equity* ha terminado o ha disminuido en comparación a otros años en los que, quizá, el auge ha sido mayor? O, en todo caso ¿considera que se ha mantenido la cantidad de M&A realizadas por las mismas?

Sin duda, el estado de las cosas no es como antes. Perú ha tenido actores en *private equity* muy importantes como Enfoca, con un fuerte apetito de inversión. Nuestro Estudio los asesoró, por ejemplo, en las compras de Celima, Talma y Auna; así, ingresaron no solo al mercado peruano, sino al de otros países como Colombia y México. Nexus

—*private equity* de Intercorp— adquirió e invirtió en una serie de empresas de negocios B2C: cadenas de farmacias, comida rápida, educación tanto universitaria como escolar, etc. Carlyle, un fondo de origen estadounidense, se mantuvo durante años muy activo comprando distintas compañías como Hermes, Liderman, Coney Park, empresa de ferrocarriles, etc. Los anteriores son solo algunos ejemplos de los múltiples fondos de *private equity* que participaron del mercado peruano.

Esa intensidad no la estamos viendo hoy, pero eso no significa que haya desaparecido. Como mencioné, han ingresado al mercado peruano Actis, KKR, CDPQ (fondo de infraestructura canadiense), HIG, entre otros. Sin embargo, un fenómeno que sí estamos viendo es que los fondos pasan ahora a ser vendedores. Como sabemos los fondos de *private equity* tienen un periodo máximo de permanencia en la inversión: al final del día, son negocios que buscan adquirir compañías para hacerlas crecer y luego venderlas. Por tanto, una vez vencidos sus plazos de inversión, deben vender. Hay varios fondos que están al final de ese periodo y es probable que haya procesos de venta en el 2024 y 2025.

En ese sentido, considero que, si bien ha disminuido la cantidad de transacciones asociadas a fondos de *private equity*, estos últimos mantendrán una participación importante. No obstante, dicha participación no será al nivel de antes. De todas formas, considero que los aspectos políticos enmarcarán el rumbo del *private equity*, por lo que todo dependerá de lo que ocurra en nuestro país durante los próximos años.

IV. ¿En qué sectores de la economía ha habido más actividad de M&A?

En primer lugar, y sin duda alguna, el sector energía ha sido una pieza importante en el mundo del M&A, no solamente en temas de generación hídrica y distribución, sino también en energías renovables. Y, en verdad, lo que más nos sorprendió cuando comenzó el gobierno de Castillo con todos los problemas evidentes que se veían día a día, fue que el interés internacional por la inversión en renovables no paró. Y es cierto que hay razones propias del “mundo renovable” que lo explican, como, por ejemplo, el hecho de que las empresas internacionales deben mejorar su *footprint* ecológico por presión de sus *stakeholders*, y eso convierte a las renovables en un activo muy valioso.

En segundo lugar, aunque quizá no con la misma predominancia, está la agroindustria, la cual ha tenido considerable movimiento. En tercer lugar, tenemos telecom (empresas de telecomunicaciones) y, sobre todo, infraestructura para telecom

(proveedores para telecom en materia de fibra digital, *call centers* y otros negocios vinculados a telecom). Como mención honrosa, tenemos otros sectores también activos, como salud e industrial.

En este momento no hay un *boom* económico en el país, por lo que no hay efervescencia. Lo que hay son oportunidades, las cuales son tomadas (o no) por los inversionistas, y se pueden producir de forma distinta en diferentes sectores. Por ejemplo, la pesca es un sector últimamente muy lento en M&A, el sector ha venido enfrentando problemas con las temporadas de pesca recientes y las empresas tienen tamaños muy considerables, por lo que se trata de transacciones de gran magnitud. Sin embargo, y aunque parezca contradictorio, es usual que luego de un periodo muy lento de M&A en un sector, y donde hay un número acotado de jugadores relevantes, aparezca una o más transacciones importantes.

Allá por el 2015, con muchos años de rumbo económico definido y estabilidad política, yo creía que estábamos ante el umbral del periodo de las mega transacciones en el Perú: pensaba que ya no habría nada que no pudiera ser comprado al precio correcto. Ello, debido a que, para un fondo grande, comprar una empresa por gigantesca que ella sea (como, por ejemplo, Alicorp o Gloria), no es un problema en la medida que las condiciones de estabilidad económica y política existan. Hasta cierto punto cuanto más grande el *ticket*, mejor para un fondo grande porque así concentra la inversión en activos verdaderamente sólidos. No obstante, para ello se necesita un país que dé seguridades absolutas a ese inversionista.

En ese sentido, cuando hay un país que ya no acompaña con esas seguridades y las empresas han crecido mucho, es más retador el proceso de venta. Nosotros ahora tenemos universidades que valen billones, o tenemos empresas pesqueras que son enormes. Ese tipo de empresas requieren más condiciones para su venta, un comprador que tenga sinergias o razones estratégicas para la inversión y un contexto de negocio que lo haga viable. Pero, justamente, eso es lo interesante del M&A: que los *deals* se producen en contextos distintos y que ninguna transacción es igual a otra.

V. En cuanto a las dinámicas en el mercado de M&A peruano ¿ha notado alguna particularidad este año en comparación con su experiencia?

Creo que no hay mucha novedad en ese aspecto dado que, tanto en épocas buenas como malas, los mercados pasan con cierta naturalidad de ‘mercado vendedor’ a ‘mercado comprador’. Hemos

tenido momentos en donde el mercado peruano era bastante pro-vendedor, había mucho apetito de compra, como en su momento ocurrió en los sectores pesquero y de consumo (por ejemplo, hubo una época en la que hasta 10 compradores competían por la adquisición de una pesquera). En aquellos momentos, los vendedores podían elegir a sus compradores y hacerlos competir de manera que se podía conseguir hasta precios “de capricho”. Este *leverage* de los vendedores influenciaba profundamente las cláusulas que regulaban los contratos de compraventa.

También hemos tenido épocas en donde el paradigma ha sido pro-comprador, y yo me atravesaría a decir que el año pasado hasta cierto punto lo fue. En un mercado pro-comprador, los *reps and warranties* son más duros, los *caps* más altos, las garantías por contingencias más amplias, entre otras disposiciones que benefician al comprador. Y, obviamente, ante la inseguridad del país, en cuanto al *performance* económico uno puede lograr no pagar *full price* al principio y, en su lugar, tener *earnouts*; estructurar diversos tipos de compras parciales con *calls* progresivos; o, incluso, podrían los compradores optar por entrar en un *joint venture* (en adelante, JV) por unos años para probar el negocio y, eventualmente, poder posteriormente desacoplarse. Estas estructuras no son novedosas (ya estaban presentes en la industria de M&A y en la literatura legal hace muchos años), pero claramente el verdadero reto es la negociación y acuerdo sobre estos temas.

Otro tema que evidencia un mercado pro-comprador es el precio. Hay oportunidades de adquisición que están disponibles y, si el comprador las aprecia, va a pagar un precio razonable por dicho activo. No creo que se produzcan ventas a precios de remate ni mucho menos, pero tampoco creo que podrán obtener precios más allá de los múltiplos estándar por sector, como podría ocurrir de vez en cuando en un mercado pro-vendedor (como lo comenté anteriormente). Debe tomarse en cuenta que los vendedores muchas veces pueden perfectamente resistir un escenario adverso, prefieren no castigar el precio de sus activos sino encontrar al comprador ideal, a pesar del escenario adverso que pueden estar enfrentando.

VI. Una estructura de adquisición bastante usada es la compra de acciones; sin embargo, depende del caso en concreto o del interés del cliente que se busca perseguir. En ese sentido ¿considera que ella es la estructura de adquisición más utilizada?

Definitivamente. Desde el punto de vista tributario, regulatorio, laboral, financiero, no hay mejor

opción que la compra de acciones. Conceptualmente, uno hace una transacción privada y, al minuto siguiente, cuenta con toda la planilla de trabajadores, con todos los permisos aplicables, y con todos los demás elementos que permiten el funcionamiento de la empresa adquirida.

¿Cuándo uno **no** debe optar por una compra de acciones? Cuando existan problemas prácticamente insuperables en el *target* (por ejemplo, graves problemas financieros que lo lleven a tener no sólo patrimonio negativo sino bajas posibilidades de recuperación, o contingencias severas tributarias o laborales que pongan en peligro la viabilidad de la empresa). En esos contextos muy complejos, lo que se hace típicamente es evitar la compra de la compañía en problemas, y más bien procurar la adquisición de sus activos claves, con todas las protecciones apropiadas, claro está, para no enfrentar acciones de nulidad en caso la empresa en cuestión entre en un proceso de quiebra. Ello genera costos tributarios y complejidades legales porque deben transferirse los trabajadores, obtenerse nuevos permisos e implementar todo aquello que permita la operatividad de la empresa. No obstante, y salvo casos puntuales de responsabilidad solidaria, se protege al adquirente de las contingencias que quedan en cabeza del vendedor.

Por otro lado, hay casos en que el panorama es incluso peor: podría ni siquiera ser conveniente comprar los activos porque hay problemas o contingencias difíciles de separar, o porque el comprador no está lo suficientemente convencido aún de querer comprar acciones o activos. Es allí donde se recurre a —como mencionaba— los JV. Si bien los JV se pueden usar en un sinnúmero de estructuras de negocio, también sirven cuando estamos en presencia de empresas que tienen muchas contingencias y que financieramente no están bien. Usualmente, hay problemas en el negocio cuando está afectado por el mercado mismo (por ejemplo, las empresas retail hoy amenazadas por el negocio online), por el país (por ejemplo, el ruido político peruano o la crisis inflacionaria argentina), o por situaciones específicas y puntuales (por ejemplo, un problema ambiental con grave consecuencias económicas). Para mitigar tales problemas, el potencial comprador ingresa a un esquema de JV.

Otra opción es la compra parcial de acciones que permite al interesado adquirir solo una parte de las acciones y que, así, se mantenga al accionista original en la operación (quien queda con una participación igual o minoritaria). De esa manera, se reduce la exposición del adquirente, mientras que al mismo tiempo alinea sus intereses a los del accionista original, frecuentemente, para que este lleve a cabo tareas clave para la subsistencia del

negocio, incluyendo la interacción y comunicación con los trabajadores y el relacionamiento con bancos y, principalmente, con proveedores y clientes.

Ahora bien, en ocasiones ni el negocio ni el riesgo país permiten la adquisición de una empresa. En estos casos, y si fuera que la operación del negocio es verdaderamente estratégica para el inversionista, no debe descartarse el ingresar a un esquema de contrato de gerencia o, en todo caso, de maquila del producto por parte de la empresa que registra o enfrenta los problemas económicos ya descritos. En el caso del contrato de gerencia, el inversionista, en lugar de comprar el activo, pasa a gerenciarlo e inyectar dinero como capital de trabajo, con lo cual se genera capacidad de supervivencia e, incluso, recuperación de la compañía *target*. Si todo va bien, el gerente eventualmente puede poseer una opción de compra que, al ejercerla, le permitiría convertirse en el accionista de la empresa y, por tanto, hacerse de ella. En caso contrario, el gerente podría recuperar el financiamiento inyectado en la empresa y, por supuesto, el peor escenario debería ser la imposibilidad de recuperar el dinero prestado, pero sin que vaya a contaminarse esta situación al inversionista.

Sin perjuicio de lo anterior, la compra de acciones sigue siendo la estructura ideal. En nuestro Estudio, inclusive en las situaciones complejas de estos últimos años, hemos visto sobre todo compras de acciones.

VII. ¿Cómo aprecia el comportamiento de los grandes grupos económicos peruanos en materia de M&A? ¿Considera que se están internacionalizando o, de lo contrario, cree que se está enfocando más en el Perú?

En línea de lo que mencioné anteriormente, existe un cambio de paradigma en los grupos económicos peruanos. Después de los años 90 y a comienzos de los 2000, siendo grupos muy concentrados en el Perú, comenzaron a ver fuera del país una prioridad, y esa prioridad fue, principalmente, Latinoamérica. Tenemos, entre otros, al Grupo Gloria, Grupo Romero, Grupo Breca, Quimpac y UNACEM, todos invirtiendo en el exterior.

La crisis, presente no solo en el Perú sino también en la región, ha hecho que Latinoamérica no sea el único destino para los grupos peruanos. Si bien no descuidan al Perú ni a la región, estos grandes grupos tienen ahora una visión más internacional. Por ejemplo, el grupo Mulder, tras vender Química Suiza, ingresó al mercado europeo para una serie de negocios vinculados a mascotas: producción de alimentos y cadenas de tiendas para mascotas, negocios muy interesantes a nivel mundial. Otros

casos son los de UNACEM y Grupo Romero que mencioné anteriormente. Ello demuestra que ha habido un cambio de paradigma de las empresas peruanas para enfrentar al mercado más exigente, más competitivo; pero que también ofrece niveles de seguridad. El *risk allocation* es importante tanto para el ser humano como para las empresas.

VIII. En doctrina, hay una contraposición con respecto al control previo de fusiones y adquisiciones. Por ejemplo, Alfredo Bullard se encuentra en contra de este control previo; sin embargo, podemos ver que este se aplica en muchos países del primer mundo. En ese sentido, ¿se encuentra a favor de que se aplique un control previo de fusiones y adquisiciones? ¿Cómo cree que viene impactando este control por el regulador peruano en la dinámica transaccional del M&A?

Yo, al igual que Alfredo, estuve siempre en contra de la promulgación de una ley que verse sobre control de fusiones y adquisiciones. Esta, además de ser una oposición desinteresada, es una oposición, hasta cierto punto, heroica de mi parte. Digo 'heroica' porque, evidentemente, el tema antimonopolio es una fuente de generación de trabajo para los estudios de abogados muy importante; pero, desde el punto de vista de principios, siempre estuve en contra.

En primer lugar, porque considero que debe sancionarse el abuso de la posición de dominio, no la posición de dominio *per se*. En segundo lugar, porque hay evidencia de que en países como, por ejemplo, Brasil, el control de fusiones y adquisiciones retrasó, debilitó y, hasta cierto punto, impidió el crecimiento de las empresas brasileñas, que pudieron haber tenido una mayor presencia en su mercado original que sirviera como plataforma para su crecimiento internacional, dejando el mercado a merced de competidores que llegaba por primera vez a Brasil. En tercer y último lugar, porque efectivamente la generación de sinergias y el desarrollo de economías a escala que generan las integraciones son muy positivos para el mercado y no hay ninguna evidencia económica que indique que la posición de dominio mayor *per se* genera un perjuicio al consumidor y a la economía. Lo importante es ver si alrededor de las empresas con participaciones amplias de mercado existe un sistema legal que genera altas barreras de entrada a ese mercado o no. Si efectivamente hay barreras altas para el ingreso al mercado, ese monopolio estará en una zona de confort desfavorable para el consumidor y para la competencia. Muy por el contrario, si las barreras son bajas (y eso es lo que debería suceder), el solo beneficio del monopolio de su situación

como tal será el mensaje más potente para que entren nuevos competidores.

El mejor ejemplo de lo mencionado es cuando Backus compró Cervesur, empresa a la que yo asesoré en esa transacción. Backus tomó prácticamente el 99% del mercado cervecero peruano de ese entonces y, muchos vieron con mucho recelo que Backus tomara tal cuota de mercado.

La pregunta es: ¿la evidencia indica que Backus abusó de su posición de dominio? La respuesta es no: los precios no aumentaron, sino que bajaron. Es más, mejoró distribución del producto, llegando a lugares que antes no eran abastecidos. Pero lo interesante es que, una vez consolidada la posición de Backus, y precisamente debido a la apertura del mercado peruano, entró AmBev con su marca Brahma, generando nuevamente un mercado competitivo. Luego, sabemos cómo siguió la historia: AmBev se fusionó con Sab Miller, y hoy tenemos competencia de las cervezas importadas y artesanales. El mercado nunca se detiene y no se puede prever su evolución ni desde una oficina burocrática ni desde la cátedra universitaria más reconocida.

De ese modo, yo siempre he sido, tanto desde el punto de vista teórico como del práctico, opositor al control previo de fusiones y adquisiciones. Habiendo dicho esto, lamentablemente esa discusión académica terminó: se aprobó la vigente ley que establece el control previo de operaciones de concentración empresarial (Ley 31112). En cuanto a la industria de M&A, no percibo ningún impacto material hoy por hoy. Evidentemente, las transacciones no van a dejar de darse por la existencia del control de fusiones y adquisiciones pues, salvo muy particulares casos, la amplia mayoría de concentraciones son aprobadas sin condiciones, muy pocas son aprobadas con condiciones y, aun menos, son rechazadas por las autoridades antimonopolio. Entonces, ello no constituye una afectación a la industria de M&A. Lo que sí produce es un retraso en el cierre de las transacciones y la generación de serie de ángulos en el trabajo que no había antes y que, evidentemente, ahora tenemos que enfrentar.

Finalmente, en medio de todo, Indecopi está haciendo un trabajo bastante razonable en términos de manejo de procedimientos. Existe una buena interacción con Indecopi cuando hay dudas sobre la aplicación de esta ley (que es nueva), y en parte gracias a ello el efecto negativo en la industria de M&A no es mayor. El costo de transacción ha aumentado un poco, pero no creo que sea tan relevante. Ahora bien, la gran mayoría de las transacciones involucran porcentajes menores de participación de mercado. No creo que podamos

presenciar hoy, por ejemplo, una fusión como fue la de su momento la que hubo entre Backus y Cervesur. Considero las transacciones que impliquen una gran concentración de mercado son las únicas que van a verse realmente afectadas, mientras que el resto deberían seguir su curso normal.

IX. ¿Cuánto se atrasa el cierre de una transacción de M&A con la incorporación de este paso previo que es el control previo de fusiones? ¿cuatro, cinco meses, o varía?

El plazo del retraso puede variar dependiendo del caso concreto. El gran número de transacciones se resuelven en la fase 1 del procedimiento, que se caracteriza por ser rápida y dura hasta 55 días hábiles, considerando la presentación del expediente. A la fase 2, que puede tomar hasta 120 días hábiles más, entran muy pocas. Además, en estos casos el comprador usualmente está más acostumbrado a estos plazos, dada su experiencia y el tamaño de las transacciones (que suelen ser por grandes sumas de dinero).

X. ¿Alguna vez ha visto un caso en la que el inversionista se haya desanimado por esta espera? ¿Genera mucha incertidumbre en el inversionista, o este ya tiene conocimiento del largo proceso y no suelen retirar su decisión?

Como mencioné, en transacciones grandes los actores ya están bastante familiarizados con este tipo de problemas. Del lado del comprador, este elemento debe tomarse en cuenta para fines no solo de la negociación de la transacción, sino también de los aspectos financieros vinculados: debe tener, en su momento, los fondos comprometidos de quien corresponda para pagar el precio cuando se expida la autorización. Ello significa, a su vez, que hay un volumen considerable de dinero esperando la autorización, lo cual representará costos para el comprador.

Del lado del vendedor, también debe tomarse la decisión estratégica de elegir como posible comprador a quién resulta más conveniente desde el punto de vista de facilidad para obtener la autorización antimonopolio. Un postor podría ofrecer más dinero, pero, al tener inversiones en el país, probablemente deba pasar por control antimonopolio. Un postor internacional sin presencia alguna en el mercado peruano, por el contrario, podría ofrecer menos dinero, pero, al no tener inversiones en el país, no tendría en principio que atravesar el control antimonopolio, con lo cual la transacción podría cerrar inmediatamente después de la firma. Por ello, considero que el control antimonopolio complejiza la parte estratégica de la transacción.

Al asesorar a distintos vendedores, en algunas transacciones nuestra visión es hacer una venta rápida, por lo que —dependiendo del caso— podríamos decidirnos por excluir a postores con presencia en Perú y optar por inversionistas internacionales. La parte negativa de ello es que el vendedor puede perder valor al no tener como comprador uno que posee sinergias con el *target* a ser adquirido, y que, por tanto, podría ofrecer un mayor precio. Por ejemplo, cuando los *private equity* venden sus empresas típicamente lo hacen a inversionistas estratégicos porque estos, usualmente, aprecian más el negocio en venta (debido a, entre otros motivos, tener mayor conocimiento y experiencia en dicho negocio), tienen sinergias y pueden obtener economías de escala y, por tanto, pueden pagar más de lo que pagarían fondos de *private equity*. El problema está en que estos inversionistas estratégicos podrían no resultar el comprador ideal si deben atravesar por control antimonopolio, el cual es un problema que antes no existía.

En síntesis, el control antimonopolio: ¿genera demoras? Sí. ¿Hubiera preferido que no se implemente? Sin duda. ¿Genera valor para las transacciones? No. Sin embargo, al final del día, se trata de que Perú siga a las más importantes economías del mundo que cuentan con control antimonopolio.

XI. Varios países del primer mundo han establecido sectores estratégicos de la economía para controlar cierta inversión extranjera. El caso más típico es el de Estado Unidos, que ha implementado ciertas medidas proteccionistas ante inversiones chinas. En nuestro marco constitucional no está permitido que haya este tipo de proteccionismo ante inversiones extranjeras, dado que la Constitución establece que el inversionista extranjero debe ser tratado en igualdad de condiciones que el inversionista nacional. En esa línea ¿cómo ve esta problemática en el Perú, teniendo en cuenta la creciente inversión de la China en sectores como energía y minería? Si el marco constitucional lo permitiera ¿debería aplicarse estas medidas proteccionistas como lo hace Estados Unidos?

Siendo un liberal, o como se suele denominar actualmente, un libertario, no estoy de acuerdo con este tipo de controles ni de regulaciones que restringen la libertad de empresa. Los activos escasos se tienen que destinar a aquellos que pagan u ofrecen más por ellos y, por tanto, el mercado debe decidir quién es el comprador final, no una autoridad política o agencia gubernamental.

Hoy por hoy se habla mucho de la inversión china en el Perú y se discute sobre la conveniencia de implementar restricciones a la inversión china. En términos más específicos, puede haber la preocupación de que sectores importantes puedan ser controlados por empresas extranjeras. Situaciones similares han llevado que en otros países se implementan controles que impiden una excesiva presencia extranjera en ciertos sectores e, inclusive, impiden presencia alguna cuando se trata de sectores específicos o de países puntuales.

Ahora bien, tales controles implicarían conferirle al gobierno un poder enorme. Este podría ser utilizado de forma muy distinta a lo que idealmente deberían ser. Recordemos que acabamos de pasar por el gobierno de Castillo, y no creo que a quienes impulsan la idea de que el gobierno vete tal o cual inversión les gustaría dar ese tipo de poder e influencia a un gobierno sin el rigor u objetividad necesaria para una correcta evaluación y decisión. Por ello, me parece que es un arma de doble filo más allá de la discrepancia teórica.

Además, se presentan más complicaciones referidas a cuáles son los criterios sobre los cuales se establece ese tipo de control, porque puede terminarse en un nacionalismo iracundo. Sobre esto, el caso más fuerte, a mi parecer, no es el de Estados Unidos, sino el de la Unión Europea, ya que ellos tienen controles más severos. Hace poco, transacciones en Francia fueron impedidas de concretarse por este tipo de control a la inversión extranjera. En estos casos, la inversión no provenía de China, sino de ¡Canadá! Entonces, podemos advertir que los criterios aplicables a estos controles pueden llegar a ser muy coyunturales, muy sesgados, muy subjetivos, y muy dependientes del gobierno de turno.

Creo que un control de este tipo debilita la estabilidad jurídica y abre la puerta a represalias como consecuencia de las restricciones que se emitan. Imaginemos, por ejemplo, de un caso concreto donde se prohíba la inversión de China. Ello tendría evidentes repercusiones hacia Perú, donde la inversión china está bastante presente.

Entonces, lo que sí resulta importante, a la luz del control antimonopolio, no es tanto prohibir las adquisiciones de posición de dominio sino impedir el abuso de esta. Más que tener un mecanismo que prohíba la inversión de un país o empresa determinados, debemos contar con regulación que, efectivamente, pueda activarse en casos donde se evidencie un abuso de posición de dominio, o en situaciones concretas en donde la situación geopolítica del país o su defensa corran peligro. Sobre esto último, hay preocupaciones de todo

tipo. Por ejemplo, ha habido voces señalando los riesgos de que la distribución de energía en una ciudad entera pueda ser manejada por una empresa extranjera, o que un puerto importante como Chancay pueda utilizarse como base naval. Sinceramente, considero que estas preocupaciones no justifican la restricción o prohibición a inversiones extranjeras en activos estratégicos, sino en todo caso la regulación que garantice el correcto uso de tales activos.

XII. ¿Cómo proyecta el mercado del M&A en el 2024?

Creo que va a ser mejor que el 2023. Hay una cierta estabilidad en el país, a tal punto que muchos episodios complejos y ciertamente negativos en el mundo político pasan desapercibidos en la industria del M&A. Por ello, creo que va a ser un buen año. Aún hay algunos *drivers* importantes para

esta expectativa, entre ellos el hecho que muchos grupos internacionales, por diversas razones, tienen previsto vender activos importantes en la región, incluyendo Perú, lo que naturalmente, generará importante actividad dada la importancia de los activos que estarían en venta.

Por otro lado, también está previsto que mejoren los números del Perú en cuanto a crecimiento económico y mayor consumo. De otro lado, esperamos que la tasa de interés siga bajando. Por ello, veo que sectores como el pesquero, agroindustrial, y de servicios como educación, salud y financiero (entre otros) generen actividad en M&A. A su vez, no veo que el control de fusiones y adquisiciones (u otros elementos exógenos) puedan significar para el 2024 un debilitamiento de la industria de M&A que, sin llegar a los niveles que tuvo hace unos años, me inclino a pensar que va a estar suficientemente activa.