

ADQUISICIÓN DE EMPRESAS Y ACTIVOS DE NEGOCIOS: UN ENFOQUE PRÁCTICO

Albert Forsyth Solari*

Existen distintas variables que interfieren en la decisión de una empresa para adquirir otra. Producido el acuerdo interno en el que se decide la adquisición de una empresa, continúa el camino más sinuoso para que la operación se concrete mediante la negociación con los dueños de la empresa a adquirirse. Y es justamente en esta etapa en la que confluyen dos intereses contrapuestos y se produce la pugna: por una parte, la adquirente querrá minimizar el precio de la adquisición, así como conocer la mayor cantidad de información y posibles contingencias en la empresa a adquirirse; mientras que por su parte, los vendedores intentarán que el precio sea mayor, presentado de una mejor manera la información y posibles contingencias que se encuentren en la empresa a venderse.

En el presente artículo, el autor analiza el procedimiento a través del cual se produce la adquisición de una empresa por otra. Asimismo, analiza los factores que confluyen tanto en los intereses de la empresa adquirente como en los vendedores de la adquirida, deteniéndose a observar los diversos acuerdos que surgen en el procedimiento de adquisición.

* Abogado. Magíster en Derecho (LL.M.) por la Universidad de Harvard. Socio de Jorge Avendaño, Forsyth & Arbe Abogados.

I. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente artículo es brindar una descripción breve y general de las transacciones de adquisición de empresas y activos de negocios en el Perú (o adquisiciones). Sobre el particular, es importante indicar que no existe un cuerpo normativo específico para las adquisiciones, por ello las reglas son las de aplicación general a cualquier clase de transacción legal que involucre transferencia de empresas o activos, a saber: Ley General de Sociedades, Código Civil, Ley General del Sistema Concursal, Código Tributario, así como legislaciones especiales sobre Impuesto a la Renta, Impuesto General a las Ventas y otros tributos, dependiendo de las clases de empresas o activos que serán transferidos; y, finalmente, legislación laboral, leyes y regulaciones especiales dependiendo del sector en el que las empresas o activos operen, por ejemplo industria manufacturera, minería, banca y seguros, farmacéutica, agricultura, electricidad, hidrocarburos, etc.

Aparte de la regulación general indicada previamente, cuando una empresa opera a través de una estructura corporativa (como por ejemplo, una sociedad anónima) o, para ser preciso, cuando sus acciones se encuentran registradas en el Registro Público del Mercado de Valores de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV, también será aplicable la Ley del Mercado de Valores y los distintos reglamentos vinculados a la misma, las cuales imponen a los emisores y potenciales compradores obligaciones referidas a la difusión de información relevante, transferencia de valores, a la realización de ofertas públicas cuando la adquisición implique un cambio de control en los propietarios actuales; y, en cualquier caso, cuando esté referida a la transferencia de un porcentaje de acciones con derecho a voto que exceda el 25% del capital social. Por otro lado, en algunos casos, resulta importante también considerar la aplicación de normas relacionadas con la defensa de la competencia, aunque en el Perú, además del sector de energía, sólo se encuentra penalizado el abuso de la posición dominante en el mercado y no el hecho de tener un amplio porcentaje de control en el mercado dentro de un determinado sector de la economía.

II. ESTRUCTURA DE LA TRANSACCIÓN

Dentro de las posibles estructuras que podrían ser utilizadas en la negociación de adquisiciones, tenemos dos temas principales que podrían considerarse estructurales: el primero se encuentra relacionado con la negociación inicial, precontratos y las preferencias tanto del comprador como del vendedor; mientras que el segundo está vinculado con la estructura de la transferencia misma, ya sea que se trate de una transferencia de acciones o participaciones en sociedades o activos, y todas sus posibles alternativas de acuerdo a las leyes peruanas

como, por ejemplo, contratos de transferencia de acciones, reorganizaciones societarias por medio de transferencia de activos y pasivos, contratos de compraventa de activos y similares.

A. Negociación y acuerdos previos. Preferencias del comprador y del vendedor

1. Negociación y acuerdos previos

En este punto, el procedimiento habitual es empezar una negociación inicial entre las partes para la posible adquisición de la empresa o activo. En todos los casos, la negociación empieza con una indicación del precio o rango de precio, términos de pago y garantías, ya sea a través de cuentas *escrow*, cartas fianzas o *stand by letters of credit*, posibles retenciones de parte del precio, o cualquier otra clase de valor, en la empresa o activo a ser transferido, a fin de cubrir los pasivos ocultos o contingencias que puedan no haber sido reveladas en las declaraciones financieras o legales y documentos contables de la empresa o el activo.

Sin duda, en la etapa inicial de la negociación, el precio a ser pagado por la empresa o activo materia de transferencia es la cuestión más importante entre las partes. En consecuencia, el método de valorización del activo o empresa resulta de primordial importancia para ellas. Hay distintas clases de métodos de valorización, aunque los más utilizados son el flujo de caja descontado traído a valor presente, múltiplos de EBITDA, múltiplos de utilidades o ganancias, valor contable del patrimonio y porcentaje de participación en el mercado relevante. Ninguno de estos métodos es aplicado separadamente, normalmente son utilizados de manera combinada a fin de brindar una idea general del valor. A pesar que cada una de las partes realiza la valorización de la empresa o activo por separado, es importante para las partes saber, al menos en términos generales, los métodos aplicados por la contraparte a fin de tener una negociación productiva, mediante la cual se puedan aproximar a una cifra final en el precio.

Adicionalmente a lo indicado líneas arriba, una cuestión importante para el vendedor es la fuente de financiamiento del comprador para realizar la adquisición, si es con fondos del propio comprador, o mediante fondos obtenidos de terceros a través de la banca, mercado de valores, o cualquier otra fuente de financiamiento. En otras palabras, el vendedor querrá saber si los compromisos que serán asumidos por el comprador podrán ser cumplidos en caso que la transacción se lleve a cabo; y, en el peor de los casos, si los términos del contrato que se suscribió finalmente podrán ejecutarse contra el comprador, ya sea solicitando la ejecución del contrato y/o el pago de una indemnización por los daños ocasionados. Usualmente esto se lleva a cabo (i) por medio de cartas de disposición de fondos emitidas por entidades

financieras, mediante las cuales se deja constancia de que los fondos para la adquisición propuesta se encuentran disponibles; (ii) por los estados financieros del comprador en los cuales se demuestra la capacidad económica y financiera para asumir el pago del precio convenido; (iii) o por medio de garantías proporcionadas por otras empresas, por lo general vinculadas con el comprador, cuyos activos pueden apoyar el financiamiento del precio acordado.

La cuestión de la fuente de financiamiento resulta muy importante en el mercado peruano, dado que los compradores suelen usar sociedades de propósito especial (*offshores o locales*), con muy poco o ningún activo y/o capital, a fin de llevar a cabo la adquisición, y para aislar sus otros negocios de cualquier clase de contingencias o pasivos ocultos que puedan exceder de la cantidad acordada como garantía a través de cuentas escrow u otro tipo de garantías otorgadas por los vendedores. La fuente de financiamiento también resulta importante debido a la aplicación de las normas sobre lavado de activos que son impuestas por el Estado peruano a través de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) y las entidades financieras y de seguros bajo su control.

Si la negociación inicial supera este primer paso, generalmente se suscribe un acuerdo de confidencialidad. Los acuerdos de confidencialidad son suscritos por las partes, tanto comprador y vendedor, a fin de intercambiar información sobre la empresa o activos a adquirir. En nuestra experiencia, dichos acuerdos de confidencialidad suelen ser formatos utilizados en diferentes clase de transacciones y jurisdicciones, acondicionados a fin de cumplir con las regulaciones contractuales locales, que básicamente cubren la confidencialidad de la información a ser proporcionada por el vendedor al comprador con motivo de la transacción, y la propia negociación con el fin de evitar filtraciones de información al mercado. Sin duda una filtración de información en cuanto a la negociación o la posible adquisición y sus condiciones al mercado producirían efectos negativos sobre el precio de la empresa o activo, en caso la transacción no se concrete, dado que el mercado puede percibir que el negocio o el activo tiene un problema que impida que el posible comprador cierre la operación.

Dependiendo del lugar donde opera el comprador, los acuerdos de confidencialidad están sujetos a las leyes locales o extranjeras, aunque los vendedores locales intenten con gran esfuerzo introducir la aplicación de las leyes locales cuando negocien con extranjeros, incluyendo cláusulas de arbitraje local en sus proyectos de contrato. Cuando ambas partes son locales, la legislación peruana se aplica generalmente con una cláusula de arbitraje en

caso de conflicto. Es conocido que el litigio, sea judicial o arbitral, en jurisdicciones extranjeras, especialmente en los sistemas de *Common Law*, tiende a ser más costoso, por lo que los vendedores locales prefieren evitar las situaciones de tener que litigar en un país extranjero. Al final, la elección de la ley peruana o extranjera para situaciones de conflicto básicamente depende de la calidad personal o de negocios del futuro comprador y de la evaluación del riesgo que el vendedor hace con respecto a la posibilidad de incumplimiento de su contraparte. Además, en la ejecución de los acuerdos de confidencialidad la información proporcionada por el vendedor tiende a ser mínima, sólo para que el posible comprador pueda tener una idea general de la empresa o los activos materia de transferencia y confirmar el precio o el rango de precio inicialmente pactado. La información exhaustiva de la empresa o activo es proporcionada durante el proceso de debida diligencia o *due diligence* una vez que las partes han firmado por lo menos un contrato marco que asegure al vendedor que la operación se llevará a cabo.

La práctica de proporcionar la información mínima se debe al hecho que los acuerdos de confidencialidad rara vez se ejecutan en caso de incumplimiento, por lo que los vendedores son conscientes de que la información suministrada puede ser mal empleada por el comprador, afectando su empresa en el futuro. Además, resulta conocido que la evaluación de daños en caso de incumplimiento de los acuerdos de confidencialidad es muy difícil, y en muchos casos imposible, y básicamente su cumplimiento está basado en las cualidades personales o de negocios del comprador, indicadas previamente.

Como tercer paso en este proceso, los vendedores se enfrentan al dilema de suscribir acuerdos precontractuales vinculantes, o proceder a un *due diligence* completo bajo una carta de intención no vinculante o memorándum de entendimiento. En general, acuerdos precontractuales no vinculantes no son utilizados muy a menudo en el Perú, dado que los vendedores prefieren asegurar el cierre de la transacción a fin de evitar tener que brindar información confidencial de su actividad que pueda afectar el precio de la empresa o activos, o el funcionamiento futuro de la misma, en caso de que la operación no se concrete. Las normas aplicables en caso de acuerdos precontractuales no vinculantes son las normas generales de contratos establecidas en el Código Civil; aunque la naturaleza no vinculante del acuerdo hace imposible que las partes puedan solicitar tutela judicial efectiva sobre la celebración del contrato de compraventa final. Vale la pena mencionar que en el Perú la responsabilidad precontractual ha sido ampliamente debatida, y aunque el acuerdo puede ser no vinculante, las normas de la buena fe en la negociación, celebración y ejecución del

contrato deben ser observadas a fin de evitar incurrir en responsabilidad.

El caso habitual en que las partes suelen utilizar los acuerdos precontractuales no vinculantes es el de la compraventa de acciones o activos que pertenecen a empresas listadas en la Bolsa de Valores; dado que, por definición, toda la información relevante de dichas empresas deberá ser publicada, y no hay mayor daño en brindar dicha información, aunque los acuerdos vinculantes no se descartan para estos casos. Estos acuerdos también se utilizan en la venta de las grandes empresas donde los vendedores convocan a una especie de subasta privada donde posibles compradores participan. En estos casos, los vendedores tienden a establecer un procedimiento general que se inicia con un acuerdo precontractual no vinculante que muestra la intención de una parte a participar en el proceso de adquisición compitiendo con otras partes interesadas. Estos acuerdos precontractuales iniciales incluyen normas de confidencialidad que permiten que el participante acceda a toda la información sobre el negocio o activos en venta, y que presente, en virtud de un procedimiento específico, una oferta que será considerada por el vendedor.

Los acuerdos precontractuales vinculantes son regulados por el Código Civil bajo la forma de compromisos de contratar y opciones, estableciendo que éstos son exigibles entre las partes de cara a la celebración de un contrato definitivo, pactándose además su posible resolución y/o el pago de daños y perjuicios en caso de incumplimiento. Es decir, ante el incumplimiento de los términos del acuerdo precontractual, el vendedor o comprador, según sea el caso, puede solicitar judicialmente el cumplimiento del acuerdo precontractual, es decir, la celebración del acuerdo final de adquisición, o alternativamente su resolución, y en todo caso puede solicitar, además, el pago de una indemnización por los daños y perjuicios ocasionados.

Por lo general, los vendedores tienden a elegir los acuerdos precontractuales vinculantes a fin de asegurar el cierre de la transacción en virtud a un determinado precio y condiciones, de manera que puedan evitar que la contraparte obtenga información confidencial de la empresa o sus activos en el *due diligence* que pueda perjudicar el negocio en caso de no cerrarse la venta. Por el lado del comprador, los acuerdos precontractuales usualmente se suscriben con el fin de obtener un período de tiempo para obtener financiamiento para la adquisición y, en algunos casos, para poder transferir la empresa o activos a un tercero que será el comprador definitivo de empresa o activo. De acuerdo a lo indicado previamente, los acuerdos precontractuales son exigibles según el Código

Civil a partir de su suscripción y obligan a las partes a celebrar el contrato final. Estos acuerdos precontractuales deben contar por lo menos con los elementos básicos del contrato definitivo, siendo que el plazo se puede definir por las partes, pero, si no hay plazo establecido, el contrato se considerará como un contrato de un año, que puede ser renovado. En la práctica estos acuerdos dejan muy poco margen para la negociación sobre el contrato final de adquisición, y tienden a incluir no sólo los términos básicos del acuerdo de venta, sino estipulaciones mucho más detalladas sobre la operación, como si fuera el contrato definitivo, esto con el ánimo de fijar desde el principio las condiciones de la transacción y evitar negociaciones posteriores sobre temas de fondo.

La principal preocupación de los compradores en este tipo de contratos previos, en los que asumen la obligación de comprar, es ponerse de acuerdo sobre las cláusulas de resolución o reducción del precio en caso que el *due diligence* de la empresa o de los activos presente algún problema. Las cláusulas de reducción de precio son las más difíciles de negociar, pues por un lado el vendedor se ha comprometido a vender por un monto determinado, y por el otro, los compradores quieren cubrirse de contingencias imprevistas al momento de negociar el precio, que sólo se aclararán una vez que el *due diligence* haya terminado, o inclusive después. A fin de equilibrar cada una de las preocupaciones de las partes se suelen establecer dos tipos de cláusulas: reducción de precio sobre la base de un cierto rango y/o cláusulas de resolución si las contingencias o pasivos ocultos superan una cantidad determinada. En ambos casos usualmente se pacta la participación de un tercero, generalmente un estudio de abogados o una sociedad auditora, con el fin que emita una opinión dirimente y vinculante para las partes. El comprador o vendedor encargan a dicho tercero el dar una opinión en caso una de las partes esté en desacuerdo con la opinión de la otra parte respecto de un pasivo o contingencia determinada. Por ejemplo, si el comprador considera que existe una contingencia tributaria y el vendedor no está de acuerdo en la existencia o el monto de dicha contingencia, el tema es sometido a la opinión del tercero con el fin de dar una opinión definitiva sobre la materia. Si la opinión es a favor del comprador, el precio podrá reducirse dentro de cierto rango; y si el importe del ajuste excede una cantidad acordada, el comprador y/o el vendedor pueden optar por resolver el acuerdo precontractual sin responsabilidades para alguna de las partes. Si, por el otro lado, la opinión es a favor del vendedor, el comprador deberá cerrar la transacción final en los términos iniciales.

Los acuerdos precontractuales también se pueden configurar como opciones por el vendedor o el comprador, ya sea para comprar o vender (*put* o *call*), según el caso, y también se

pueden establecer como opciones recíprocas (opciones *put-call*). La principal diferencia con el compromiso de contratar es que en la opción la parte a favor de quien se emite puede o no ejercer su derecho a comprar o vender, aunque en las opciones recíprocas ambas partes tiene el mismo derecho a solicitar la celebración del contrato final. En nuestra experiencia, las opciones han sido utilizadas para la compra y venta de acciones que no involucren un cambio de control, mientras que los compromisos de contratar son utilizados para la compra y venta de acciones que implican un cambio de control.

2. Preferencias del comprador y vendedor

En este aspecto, es ampliamente conocido en el Perú y otras jurisdicciones que los compradores prefieren comprar activos, mientras que los vendedores prefieren transferir empresas, negocios o compañías. Las razones son muy simples. Los vendedores evitan la adquisición de posibles contingencias y/o pasivos ocultos que puedan existir en una empresa en marcha, los cuales no son transferidos al adquirir activos específicos; mientras los vendedores prefieren transferir el totalidad del negocio a fin de evitar mantener compañías cascarón sin activos, que necesitan ser disueltas y liquidadas después de la transacción, incurriendo en costos adicionales. Si bien estos dos puntos de vista son importantes dependiendo del lado de la mesa en que nos encontremos, la resolución final de la materia dependerá de la evaluación del riesgo realizada por ambas partes y la estructura legal de la transacción, la misma que se verá influida por los tributos a pagar.

En cuanto a la evaluación de riesgo, el punto primordial es la información. Mientras mayor sea la información con la que se cuenta sobre la empresa o activo materia de transferencia, mayor será la capacidad para medir el riesgo que las partes enfrentarán, y, por lo tanto, mayor será su tendencia a aceptar o no dicho riesgo. Este punto se encuentra vinculado con el *due diligence*. Como se dijo anteriormente, los vendedores tienden a suscribir acuerdos precontractuales vinculantes a fin de asegurar el cierre de la transacción, mientras los compradores prefieren acuerdos no vinculantes; y, en los casos de acuerdos precontractuales vinculantes, cláusulas que les aseguren que podrán salir de la negociación si la empresa o activo no cumple con la evaluación inicial. Mientras mayor sea la información brindada a los compradores, menor será la inclinación del vendedor a aceptar cláusulas de ajuste de precio o garantías post cierre. Por otro lado, mientras menor sea la información brindada, mayores serán las cláusulas de ajuste de precio y más fuertes serán las garantías requeridas por los compradores.

Los diferentes puntos de negociación dependerán

de cada transacción, de la naturaleza de la empresa o activo materia de transferencia y de las características de las partes involucradas. Los abogados involucrados en adquisiciones usualmente escuchan decir a sus clientes: "No tenemos contingencias ni pasivos ocultos, todo se encuentra anotado y registrado en la contabilidad y reflejado en los estados financieros". Sin embargo, sin que sea culpa de ninguna de las partes, en nuestra experiencia ello nunca ocurre. Es imposible cubrir todos los ángulos de la empresa y tener todo de forma prístina. Siempre habrá algo que necesitará ser corregido o reportado. Sólo después de un cierre de transacción es cuando los problemas pueden surgir y, en este caso, las garantías negociadas entrarán en discusión.

El *due diligence*, como en otras jurisdicciones, es realizado sobre los estados financieros, libros contables, documentación legal, registros tributarios, personal, activos y pasivos, financiamientos, operaciones, estructura comercial, clientela, organización administrativa, procedimientos y así sucesivamente. Es común escuchar de nuestros clientes en adquisiciones que los *due diligence* necesitan ser llevados a cabo únicamente por el comprador sin la asistencia de asesores por parte del vendedor; no obstante, en nuestra experiencia, ese no es el caso. Las razones son muy simples: sólo se podrá negociar un mejor acuerdo si se cuenta con tanta información como la contraparte de manera de prevenir futuros conflictos, tales como la reducción de precio o ejecución de garantías, que es una reducción indirecta de precio. Es imposible saber exactamente los problemas que se podrán encontrar dentro de un negocio en marcha; no obstante, mientras mayor sea la información con la que se cuenta, mayor será la preparación para enfrentar cualquier problema. En todas las adquisiciones los asesores legales del vendedor, quienes en muchos casos actúan como negociadores, deberán estar al tanto de toda la información intercambiada entre las partes y sus asesores, de manera tal que puedan evaluar su importancia y determinar los posibles conflictos y puntos a negociarse.

En cuanto a los aspectos tributarios de las adquisiciones, tal como se dijo en la introducción, las partes deberán considerar la aplicación del Código Tributario, así como las legislaciones especiales sobre Impuesto a la Renta, Impuesto General a las Ventas y otras normas tributarias. Como ejemplo de los distintos escenarios que podrían ocurrir, podríamos considerar la venta de acciones de una compañía inmobiliaria versus la venta de algunos de los inmuebles que pertenecen a la misma compañía. Si el vendedor y el comprador deciden llevar a cabo la transferencia de algunos de los inmuebles, será aplicable el Impuesto a la Renta sobre la ganancia de capital en un 30%, que se calcula sobre la diferencia entre el costo computable y el valor de venta excepto

en el caso de personas naturales domiciliadas, a quienes les será aplicable un 5% de Impuesto a la Renta. Aparte del Impuesto a la Renta, en todos los casos es aplicable el Impuesto de Alcabala ascendente a 3% del precio de venta del inmueble o su valor de autoavalúo, el que resulte mayor, luego de deducir las primeras diez Unidades Impositivas Tributarias. Por otro lado, si las partes deciden transferir las acciones de la compañía inmobiliaria, si el vendedor es una persona natural, se encontrará obligado al pago de un 5% sobre la ganancia de capital por concepto de Impuesto a la Renta y 30% si se trata de una persona jurídica, no existiendo alcabala. Para el caso de personas jurídicas, la ganancia de capital por la venta de acciones será adicionada a sus ganancias generales por el desarrollo de sus actividades regulares. Como se podrá apreciar, la diferencia de los costos tributarios es relevante según sea la clase de estructura legal seleccionada, debiendo asimismo considerarse quién es el sujeto de pago de los tributos, sea una persona natural, una persona jurídica o el accionista o socio de la persona jurídica.

Asimismo, otros tributos e impactos contables deberán ser considerados por el comprador y el vendedor. En caso de transferencia de una propiedad, el monto total pagado como contraprestación, que no deberá ser menor al valor de mercado, deberá encontrarse reflejado en los libros y registros contables del adquirente. El monto total resulta importante para determinar el valor sobre el cual se establece la depreciación, además servirá de punto de partida para una futura venta del inmueble a fin de determinar futuras ganancias de capital. Por otro lado, si las partes acuerdan transferir acciones de una compañía inmobiliaria, el precio pagado por las acciones será aquel que se encuentre registrado en los libros y registros del vendedor y luego del comprador; y, considerando las reglas de consolidación de estados financieros, si fuera el caso, el monto total invertido en la adquisición podrá ser reducido considerando el valor contable del activo. En realidad, cuando se consolidan estados financieros, podrá darse una pérdida del valor del activo o capital de la compañía si el precio pagado por las acciones no es el mismo del valor contable reflejado en los libros de la compañía adquirida. Ello usualmente ocurre cuando los inmuebles han sido adquiridos y retenidos por mucho tiempo, durante el cual el valor de mercado de los inmuebles se incrementó y ello no se encuentra reflejado en el balance general del vendedor. Sin duda la compañía propietaria de inmuebles podrá reevaluar sus activos en sus libros contables, sin efecto tributario, salvo que se encuentre en un proceso de reorganización societaria donde el mayor valor que se asigne sería gravado como una ganancia.

B. Estructura de la transacción

Sobre este punto, de acuerdo a la legislación peruana, hay distintas maneras para estructurar una adquisición. La forma directa es la transferencia

de activos específicos, o la venta de acciones o participaciones de una sociedad. Activos determinados son transferidos por medio de un contrato de compraventa. La complejidad de la transacción dependerá de la clase de activos a ser transferidos y, en muchos casos, se suscribirá un contrato marco que será complementado con otros contratos accesorios y/o contratos adicionales en los cuales podrán participar terceros dependiendo de las circunstancias.

Por ejemplo, en la venta de proyectos inmobiliarios en desarrollo, los activos a ser transferidos son un terreno, sobre el cual se desarrollará el proyecto, así como diseños de arquitectos e ingenieros, contratos de construcción, financiamientos, contratos de arrendamiento con los inquilinos, contratos de suministro (aire acondicionado, ascensores, materiales de construcción, dispositivos de seguridad, etc.), contratos de administración de edificios o condominios, autorizaciones municipales para construir, autorizaciones gubernamentales, marcas, etc. En dichas transacciones, las partes usualmente pactan un contrato principal que incluye anexos con acuerdos adicionales para la cesión de derechos o cesión de posición contractual de todos los contratos con terceros. La transacción se torna más complicada dependiendo de la clase de proyecto, como es en el caso de centros comerciales u hoteles, en los cuales las partes deben incluir en la transacción los acuerdos de cesión de posición contractual con los operadores del centro comercial u hotel. En todos estos contratos adicionales, la participación de terceros será requerida a fin de lograr que todos los contratos relacionados al proyecto se encuentren concentrados en manos del adquirente, así como permitir al comprador continuar con el desarrollo del mismo.

La segunda adquisición directa es la venta de acciones o participaciones de una sociedad propietaria de una empresa o negocio en marcha. En estas estructuras todo el negocio está generalmente concentrado en manos de una persona jurídica, sea una sociedad o una sociedad de responsabilidad limitada establecida de acuerdo a las distintas formas societarias establecidas por la legislación peruana, en las cuales las acciones o participaciones son transferidas a favor del comprador, convirtiéndose éste en el nuevo propietario del negocio subyacente con todos los activos y pasivos. Aunque decir activos y pasivos es realmente limitado frente a la idea de la adquisición, ya que lo que el comprador realmente adquiere es un negocio en marcha con la capacidad de generar flujos de dinero y beneficios para el futuro.

Estas estructuras son usualmente combinadas con reorganizaciones societarias y, en caso de sociedades en concurso, con regulaciones concursales, como se explica posteriormente.

1. Reorganizaciones societarias

Otra manera para estructurar adquisiciones es por medio de lo que en la Ley General de Socie-

dades se conoce como reorganización societaria. Reorganizaciones societarias reguladas bajo dichas normas incluyen fusiones, escisiones, reorganizaciones simples y la combinación de éstas. En términos generales la Ley General de Sociedades admite dos clases de fusión: (i) la fusión mediante la cual dos o más sociedades constituyen una nueva sociedad, lo cual implica la extinción de las sociedades constituyentes, y (ii) la fusión de dos o más sociedades de acuerdo a la cual una absorbe a la otra, en cuyo caso los activos y pasivos de la sociedad absorbida son transferidos a la absorbente.

Las escisiones implican la división del patrimonio de una sociedad en uno o más bloques que serán transferidos a otras sociedades. Estos bloques patrimoniales pueden estar compuestos únicamente por activos o por activos y pasivos. De acuerdo a la Ley General de Sociedades existen dos clases de escisiones: (i) la división de todo el patrimonio de una sociedad en uno o más bloques patrimoniales que serán transferidos a favor de una nueva o preexistente sociedad, lo cual implica la extinción de la sociedad escindida, y (ii) la división del patrimonio de una sociedad, la cual no se extingue como consecuencia de la escisión, en uno o más bloques patrimoniales a favor de una nueva o preexistente sociedad. En este último caso, la sociedad escindida reduce su capital social por el monto del valor neto del bloque patrimonial, en caso sea positivo. Por otro lado, en ambos casos la compañía beneficiaria o receptora aumentará su capital social por el monto del valor neto del bloque patrimonial –si fuera positivo– emitiendo acciones a favor de los accionistas de la sociedad escindida. Vale la pena indicar que, a fin de llevar a cabo una escisión, los activos que conformen los bloques patrimoniales deberán ser valorizados, pudiendo ello ser según el valor contable o valor de mercado.

Asimismo, las reorganizaciones simples por naturaleza implicarán la contribución de uno o más bloques patrimoniales a favor de sociedades nuevas o preexistentes, en cuyo caso las sociedades beneficiarias o receptoras incrementarán su capital social por el monto del valor neto del bloque patrimonial –si fuera positivo– emitiendo acciones a favor de la sociedad que realiza el aporte. La diferencia principal entre la reorganización simple y la escisión es que, en el primer caso, las acciones de la sociedad beneficiaria o receptora son emitidas a favor de la sociedad que realiza el aporte, mientras que en una escisión las acciones son entregadas a los accionistas de la sociedad escindida.

Como se puede apreciar, desde un punto de vista estructural, las reorganizaciones societarias son usualmente una combinación de venta de activos y transferencia de acciones. En ese sentido, en los casos de escisiones y reorganizaciones simples, las leyes peruanas admiten que las partes puedan segregar un grupo de activos, o una combinación de activos y pasivos, a ser transferidos a favor de

una tercera sociedad, que podrá ser propiedad del vendedor o del comprador. En muchos casos sociedades de propósito especial constituidas especialmente para una determinada operación son constituidas a fin de permitir la venta con un capital social mínimo. Esta sociedad, además de recibir el bloque patrimonial, aumenta su capital social por el monto del valor neto de los activos y pasivos, en caso se incluyan pasivos, y emitirá acciones a favor de la sociedad que transfiere el bloque patrimonial, o sus accionistas, según sea el caso. En estos casos, las partes deberán considerar el impacto tributario de la transferencia de estos activos y la consecuente transferencia de las acciones.

En teoría, el valor neto de los activos y pasivos puede ser positivo, cero o negativo. En este último caso, generalmente la sociedad beneficiaria o absorbente deberá posteriormente aumentar su capital social a fin de evitar tener un capital o patrimonio negativo que pueda llevar a la sociedad a una situación de irregularidad. En ese sentido, la Ley General de Sociedades establece que una sociedad deviene en irregular –y, como consecuencia, sus administradores son solidariamente responsables por los actos de la sociedad y sus contratos– en caso continúe operando a pesar de haber incurrido en causal de disolución, siendo una de ellas –entre otras– el tener pérdidas que superen al menos un tercio del capital social.

Podría sonar extraño que alguien se encuentre interesado en adquirir una empresa que, como consecuencia de la operación, obtenga un patrimonio negativo o igual a cero por la transferencia del bloque patrimonial; sin embargo, ello ocurre dado que los vendedores poseen distintas líneas de negocio o actividades dentro de la estructura de sus empresas, y desean en ciertos casos transferir únicamente una línea de negocio. Por ejemplo, de acuerdo a la Ley de Bancos, los bancos podrán tener dentro de su estructura operaciones de arrendamiento financiero, generalmente en un departamento o división específica para dichos fines. Para fines de transferencia, esta línea de negocios podrá ser incluida en un bloque patrimonial y ser transferido a un tercero. En caso el valor neto del bloque patrimonial sea igual a cero o negativo, el interés del comprador podrá estar guiado por la línea de negocio que requiera para ser explotado en el futuro, y no por el valor neto del bloque patrimonial. Esto puede suceder también en el caso de una compañía farmacéutica que, por ejemplo, requiera transferir la línea de negocio de medicamentos de venta libre y retener la producción y venta de otra clase de medicinas.

Como se comentó anteriormente, la diferencia práctica entre la reorganización simple y la escisión es que en el primer caso las acciones de la sociedad beneficiaria o receptora son emitidas a favor de la sociedad que realiza el aporte,

mientras que en una escisión las acciones de la sociedad beneficiaria o receptora son entregadas a los accionistas de la sociedad escindida. Ello puede producir ventajas tributarias para las partes, especialmente para el vendedor, pues el recibir nuevas acciones puede tener ciertas exoneraciones o beneficios tributarios, conforme a lo comentado anteriormente; o la sociedad que recibe las acciones que serán transferidas al comprador podrá tener pérdidas tributarias a fin de compensar cualquier ganancia de capital por la venta de las acciones. Asimismo, si bien la regla en una escisión es que las acciones se emitan a favor de los accionistas de la sociedad escidente a prorrata, las acciones podrán también entregarse a uno o varios accionistas únicamente si ello es acordado por todos los accionistas.

Un punto que vale la pena resaltar es la posibilidad de transferir pasivos por medio de procedimientos de reorganización. En realidad, bajo la ley peruana no se pueden transferir pasivos a menos que se cuente con el consentimiento del acreedor, en cuyo caso será transferido por medio de una cesión de posición contractual o asunción de pasivos. No obstante ello, en el caso de la escisión, la Ley General de Sociedades regula específicamente que los pasivos pueden ser transferidos como parte del bloque patrimonial. En este caso, los acreedores podrán ejercer su derecho de oposición a la transferencia, dado que se deberá realizar publicaciones en el diario oficial y otro de mayor circulación, mediante las cuales se comunique la escisión otorgándole a los acreedores treinta días de plazo para oponerse mediante una medida judicial. En caso de oposición, la escisión será llevada a cabo únicamente pagando las sumas adeudadas al acreedor que se opuso o garantizando el pago de las mismas a satisfacción del juez u otorgando una fianza bancaria en garantía de dicha deuda.

2. Empresas sujetas a procedimientos concursales

Estructuras especiales son utilizadas en los casos de activos o empresas que pertenecen a una sociedad sujeta a un procedimiento concursal. En estos casos, deberá considerarse la aplicación de la Ley General del Sistema Concursal. Los procedimientos concursales son llevados ante el Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de Protección de la Propiedad Intelectual - INDECOPI, a través de la Comisión de Procedimientos Concursales, la misma que actúa como la autoridad concursal. Asimismo, el sistema concursal resulta particular dado que las decisiones respecto al procedimiento concursal no son tomadas por el juez ni por alguna autoridad, sino por la junta de acreedores del deudor compuesta por acreedores cuyas acreencias se encuentran registradas ante la Comisión de Procedimientos Concursales.

Bajo la Ley General del Sistema Concursal hay dos

clases de procedimientos concursales: el ordinario y el preventivo. En términos generales en un procedimiento concursal ordinario los acreedores –a través de la junta de acreedores– toman control de la sociedad en concurso reemplazando en sus atribuciones a la junta general de accionistas, y pueden decidir reestructurar o liquidar la sociedad, siendo que el procedimiento no concluirá hasta que todas las deudas sean canceladas. Una sociedad podrá entrar voluntariamente en un procedimiento concursal ordinario si más de un tercio de sus obligaciones se hacen exigibles y se encuentran impagas por más de treinta días o si sus pérdidas acumuladas, luego de aplicarse las reservas, exceden un tercio del capital social pagado. También, uno o más acreedores podrán llevar al deudor a un procedimiento concursal ordinario si sus acreencias exceden cincuenta Unidades Impositivas Tributarias (UIT), no están garantizadas, y no han sido pagadas luego de treinta días siguientes de la fecha en que el deudor fue requerido para el pago.

Por otro lado, un deudor podrá entrar voluntariamente en un procedimiento preventivo si no cumple con ninguno de los requisitos para entrar en un procedimiento ordinario. En general, el procedimiento preventivo ha sido diseñado para permitir a las sociedades solicitar a sus acreedores la reprogramación de sus obligaciones, y dicho procedimiento termina cuando dicha reprogramación es aprobada o desaprobada por los acreedores en una junta de acreedores. En este caso la decisión de la mayoría –teniendo en cuenta el monto de las deudas y los porcentajes requeridos para determinadas decisiones– vincula a la minoría.

Como se dijo previamente, en un procedimiento ordinario la junta de acreedores toma el control sobre la sociedad, sustituyendo a la junta general de accionistas, con todas sus facultades, incluyendo la posibilidad de modificar su estatuto social, aprobar el incremento o reducción de su capital social y liquidarla. De hecho, la primera decisión de la junta de acreedores dentro del procedimiento concursal es decidir el destino del deudor: reestructuración o liquidación. En caso se decida la reestructuración, se deberá decidir entre mantener la administración actual de la sociedad o modificarla, nombrando nuevos administradores que reemplacen a los actuales, o una administración mixta compuesta por algunos de los administradores actuales y nuevos administradores designados por la junta de acreedores. Asimismo, la junta de acreedores deberá aprobar un plan de reestructuración para pagar todas las deudas de la sociedad, el cual incluirá la planificación del pago de la deuda.

Tomando en cuenta estas premisas, los acreedores podrán vender la sociedad en concurso por medio de la venta de sus acreencias, en cuyo caso si el vendedor es un acreedor mayoritario o un con-

junto de acreedores mayoritarios, el comprador tendrá el control de la junta de acreedores y, como tal, de la sociedad sujeta al procedimiento concursal. En este caso se suele comprar también las acciones de la sociedad en concurso para tomar el control de la junta de accionistas en el futuro, en caso de que la empresa salga del procedimiento concursal. En efecto, una vez que los compradores tomen el control de la empresa en dificultades a través de la junta de acreedores, probablemente intentarán lograr que la empresa salga del procedimiento concursal; en este caso la junta de acreedores dejará de existir y la junta de accionistas volverá a asumir sus funciones, razón importante por la que es aconsejable tener también el control de las acciones. Si bien la empresa puede salir de la situación de concurso, principalmente mediante el pago de todas sus deudas, esto podría lograrse también mediante la capitalización de créditos o por la condonación de las mismas, entre otras alternativas. Por otra parte, el comprador podría obtener el control de la sociedad en concurso si los acreedores deciden primero capitalizar sus créditos, en cuyo caso el objeto de compra serán las nuevas acciones. En este último supuesto lo habitual es tener primero el capital social reducido a fin de cubrir las pérdidas acumuladas y de inmediato incrementarlo mediante una capitalización total o parcial de los créditos. Así, los acreedores se convertirán en los nuevos accionistas de la empresa y serán capaces de vender sus acciones a cualquier parte interesada.

Además de la reestructuración de la sociedad en un procedimiento ordinario, la junta de acreedores también puede decidir la liquidación de la empresa. Esta liquidación es obligatoria si el deudor ha acumulado pérdidas que, después de deducir las reservas, superan el monto del capital social. En caso de liquidación los activos de la empresa se venden para pagar los pasivos de acuerdo a las prioridades de pago, empezando con los créditos laborales, los acreedores garantizados, los tributos y finalmente los acreedores no garantizados, siempre que sus acreencias hayan sido verificadas y reconocidas por la Comisión de Procedimiento Concursales. Una adquisición de esta naturaleza se estructura a través de la adquisición inicial de los créditos reconocidos, comenzando con el más alto nivel de prioridad, a fin de adquirir los activos de forma individual o por bloques contra deudas adquiridas. En estos casos es importante adquirir las deudas de más alto rango a fin de evitar que los acreedores que tienen prioridad de cobro intervengan.

El principal problema que se encuentra en este tipo de transacciones es comprar en el mismo momento una cantidad o porcentaje de los créditos que permitan al adquirente tomar el control de la junta de acreedores. En otras palabras, el comprador tiene que estar seguro de que va a adquirir el porcentaje necesario antes de realizar cualquier

desembolso de dinero (66.6% de las solicitudes registradas a fin de tener control absoluto), de lo contrario, se convertirá en un acreedor minoritario de una empresa sujeta a un procedimiento concursal, sin poder de decisión. Esto se consigue normalmente a través de opciones de compra (*call*) otorgadas por los acreedores a favor del adquirente, que se ejecutan de manera simultánea una vez que el comprador logre obtener el porcentaje necesario a fin de controlar la junta de acreedores.

C. Acuerdos de accionistas

Uno de los temas importantes en la adquisición de sociedades es el porcentaje de acciones que se pretende vender y la capacidad de gestión que tienen los accionistas minoritarios de cara a un accionista o grupo de accionistas que ejercen el control y la administración de una sociedad. Resulta lógico desde el punto de vista de un comprador asegurarse que el porcentaje de acciones que compre en una sociedad le den algún tipo o nivel de injerencia en el manejo del negocio. En este caso, se requiere verificar si existen acuerdos entre todos los accionistas de la sociedad, o al menos uno que sea aplicable entre los minoritarios y el grupo de accionistas controladores.

Los acuerdos o convenios de accionistas son usualmente solicitados por los accionistas que tienen una participación minoritaria en la empresa. En este caso, los accionistas minoritarios probablemente requerirán de los mayoritarios o controladores que aumenten el *quórum* y mayorías para adoptar los acuerdos en la junta de accionistas con el fin de tener el poder de veto en cualquier decisión importante de la sociedad. De conformidad con la Ley General de Sociedades, a fin de adoptar acuerdos calificados tales como aumento de capital, modificación de estatuto social, reorganización o liquidación de empresas, entre otros; la junta de accionistas requiere la asistencia de los accionistas que representen al menos el 60% de las acciones con derecho a voto en una segunda convocatoria, mientras que con el fin de aprobar un acuerdo de tipo general sobre el manejo de la sociedad es necesario el voto de la mayoría (50% más una acción) de los accionistas que asistan a la junta convocada. Estos *quórum* y mayoría pueden aumentar si se acuerda en el estatuto o en un convenio de accionistas. En este caso, los accionistas minoritarios que representan, como por ejemplo, el 30% de las acciones con derecho a voto, buscarán aumentar el *quórum* y la mayoría a más del 70% para tener el poder de veto.

Otro punto frecuentemente incluido en estos acuerdos es el poder de nombrar a los directores y el *quórum* y mayorías para adoptar los acuerdos mediante sesión de directorio. En este caso los accionistas minoritarios probablemente solicitarán aumentar el *quórum* y la mayoría para efecto de votaciones de la sesión de directorio a fin de

obligar a la sesión de directorio a tener en cuenta el voto de su director designado para efecto de aprobación de acuerdos.

El derecho de primera opción de adquisición de acciones, conocido como derecho de adquisición preferente, es también una cuestión que generalmente se incluye en un acuerdo de accionistas. Siendo, además, frecuente la inclusión de derechos de *tag along* (si un accionista vende los otros accionistas tienen el derecho de vender en las mismas condiciones) y *drag along* (si un accionista vende puede obligar a los demás accionistas a vender en las mismas condiciones).

Por último, si conforme al acuerdo de accionistas existe la posibilidad de un bloqueo de voto en la junta de accionistas y sesiones de directorio, probablemente se incluyan cláusulas que permitan a la empresa seguir operando de manera regular. Estas cláusulas pueden incluir desde la inclusión de sanciones contra la parte que no está dispuesta a aprobar resoluciones sometidas a voto, hasta la inclusión de mecanismos que permitan que una parte pueda comprar las acciones de la otra.

III. EL ACUERDO DE ADQUISICIÓN

En términos generales, la estructura de los acuerdos de adquisición en el Perú no difiere sustancialmente de los acuerdos de adquisición de otras jurisdicciones. La elección de la legislación aplicable a estos acuerdos por lo general dependerá del domicilio de las partes, siendo que si una parte es una empresa extranjera el acuerdo de adquisición será probablemente regido por la ley de Nueva York, que es la legislación más utilizada para estos temas. Por otra parte, si ambas partes son peruanas, el acuerdo probablemente se regirá por la legislación peruana. En efecto, de conformidad con el Código Civil, ante un conflicto de normas legales las obligaciones contractuales se rigen por la ley que las partes acuerden, siempre que exista un factor de conexión con la ley extranjera elegida.

En caso que el acuerdo esté regulado por ley extranjera, las regulaciones locales se tendrán en cuenta como, por ejemplo, en materia de tributos y el perfeccionamiento de la transferencia de propiedad. Sin embargo, en este caso el acuerdo será por lo general elaborado por los estudios de abogados extranjeros en virtud de la ley extranjera acordada, mientras que la participación de los estudios locales probablemente estará relacionado con la revisión de la estructura de adquisición, el cumplimiento de la legislación peruana, la realización del *due diligence*, la redacción de los documentos bajo las leyes locales y el cierre de la transacción.

Por otra parte, los acuerdos de adquisición regulados por la ley peruana por lo general tienen las mismas condiciones básicas que los acuerdos re-

gulados bajo ley extranjera, como por ejemplo las definiciones, el propósito del acuerdo, el precio y forma de pago, el perfeccionamiento de la transferencia de la propiedad, las declaraciones y garantías de las partes, los convenios, las garantías, los eventos de terminación, la elección de ley y jurisdicción aplicables y la resolución de controversias. En nuestra experiencia, es muy probable que la mayor parte de estos términos ya hayan sido incorporados en un acuerdo precontractual que se ejecuta normalmente en el marco de las negociaciones (véase la sección anterior referida a la estructura de la transacción). De hecho, estos términos probablemente se negociarán en la redacción del *memorandum* de entendimiento o acuerdo precontractual y luego serán incluidos en el contrato final. No obstante, en función a las conclusiones del *due diligence* o a la existencia de nuevos hechos, estos términos podrían ser renegociados.

A continuación vamos a comentar algunos de las cláusulas usuales incorporadas en un acuerdo de adquisición regulado por la ley peruana.

A. Retenciones y cuentas escrow

Los compradores a menudo preguntarán cómo retener parte del precio como garantía ante cualquier contingencia o pasivo oculto que no haya sido revelado en las negociaciones previas o durante el proceso de *due diligence*. Del lado de los vendedores, si se retiene una parte del precio o se establece otro tipo de garantía, preguntarán cómo se hará el cobro de dicho monto si no hubiere nada que garantice su pago. En este caso, la negociación por lo general se refiere a la cantidad del precio que se retendrá, al período de tiempo en que esta cantidad será retenida como garantía, a los conceptos que se encuentran garantizados, lo que a su vez lleva a las definiciones y alcance de los términos contingencias y pasivos ocultos, y al procedimiento para la entrega de esta suma o su aplicación en caso de cualquier responsabilidad derivada de contingencias o pasivos ocultos, una vez detectados.

En cuanto a la cantidad de la garantía, los compradores probablemente pedirán una cantidad que se acerque al precio de venta o un gran porcentaje del mismo, dependiendo de la transacción específica, mientras que los vendedores intentarán que dicho monto sea el menor posible. No hay un rango fijo o porcentaje que habitualmente se mantenga como garantía. De hecho, el importe de la garantía dependerá de la posición negociadora de cada parte y de la empresa o activo que se vende, siendo que en algunos casos incluso ninguna cantidad se ha retenido y ninguna garantía ha sido otorgada, especialmente en el caso de venta de activos físicos y tangibles.

En el caso del período de tiempo, el comprador

probablemente pedirá mantener la garantía hasta que todos los plazos de prescripción hayan expirado. En el Perú los plazos máximos de prescripción para obligaciones en general son de diez años. No obstante ello, el comprador probablemente se centrará en las posibles contingencias tributarias cuyos plazos de prescripción son entre cuatro y seis años en casi todos los casos, y las probables contingencias laborales cuyo plazo de prescripción es de cuatro años desde que la relación laboral termina. En la práctica el período de tiempo que se acuerde variará de función a la posición negociadora de las partes. En cualquier caso, el plazo de tiempo también puede estar referido a ciertos hechos concretos como la auditoría de los estados financieros anuales de la sociedad a adquirirse.

Otro factor a tener en cuenta es la garantía de venta que el vendedor pedirá por el importe del precio retenido. De hecho, si los compradores retienen parte del precio, los vendedores requerirán tener garantías de que esta cantidad se pagará en el futuro si no hubiere ninguna contingencia o pasivo oculto. Las garantías de venta por lo general se conceden mediante el depósito del importe retenido en una cuenta de garantía denominada cuenta *escrow* o la emisión de fianzas bancarias o *stand by letters of credit* por un banco. Los términos de la garantía también son objeto de negociación, en especial las condiciones en las que los vendedores pueden reclamar el pago de la cantidad retenida. Aunque los términos de estas garantías son negociados y elaborados por las partes y la participación de los bancos es secundaria, estos términos deberán estar especialmente claros ya que los bancos suelen oponerse a aceptar cualquier término que pueda crear responsabilidades para ellos al momento de su ejecución.

Las definiciones y el alcance de los términos “contingencias” y “pasivos ocultos” también suelen ser negociados con mucho detalle, ya que los compradores probablemente tratarán de que estos términos sean lo más amplios posible, mientras que los vendedores tratarán de hacerlos lo más restringidos posible y excluir todos los hechos ya divulgados en las negociaciones previas y durante el proceso de *due diligence*. Una referencia habitual a tomar en cuenta en la definición de estos términos en cuanto a la sociedad objetivo son los estados financieros, notas realizadas por los auditores, así como el informe de *due diligence* que incluye informes de abogados, auditores y especialistas en el negocio concreto de la empresa a adquirirse, y, ya que los compradores probablemente tendrán acceso a estos documentos antes del cierre, es usual excluir todos los hechos contenidos en dichos documentos en cuanto a las definiciones de los términos contingencias y pasivos ocultos. Por lo tanto, estos términos suelen ser reducidos a cualquier hecho no divulgado por los vendedores, no revelados en el *due diligence* o en los estados financieros.

Otro punto de negociación importante son las condiciones para entregar la cantidad retenida a los vendedores o aplicarlos en caso que cualquier contingencia o pasivo oculto se materialice. En particular, los compradores tratan de incorporar condiciones en las que se suspenda la entrega de la cantidad retenida simplemente con una carta dirigida al banco que concedió la carta fianza o en los que la cuenta *escrow* ha sido abierta, declarando que una contingencia o pasivo oculto ha sido revelado. Los vendedores por su parte tratarán de reducir la posibilidad de bloqueo de los compradores sobre la entrega de la cantidad retenida, por ejemplo, teniendo el derecho a impugnar la contingencia revelada o pasivo oculto, o su monto. En este último caso, los vendedores probablemente exigirán, además de la comunicación escrita del comprador dirigida al banco, que la misma esté acompañada por el informe de una empresa de auditores designados por ambas partes en que se revele la contingencias o pasivo oculto, lo que será garantía de que la contingencia revelada o pasivo oculto efectivamente existe y que el monto considerado es correcto.

Materializada la contingencia o el pasivo oculto, dependiendo del tipo, normalmente las partes acuerdan de manera previa dos tipos de procesos para solucionar sus discrepancias, en caso las hubieran: un proceso de dirimencia y un proceso de arbitraje. Los procesos de dirimencia generalmente se encargan a terceros especialistas en el tema tales como abogados, auditores e ingenieros que, a pedido de una de las partes, con la participación de la otra, emite una opinión definitiva zanjando la controversia. Si los puntos materia de la discrepancia fueren de otra naturaleza, es decir, aquellos sobre los cuales no bastaría una opinión especializada de un tercero, se opta por un proceso arbitral que concluye con un laudo que pone fin al problema. Como resulta lógico, por un tema de tiempos y costos, las partes serán más proclives a un proceso de dirimencia que solucione sus problemas de manera expeditiva.

En caso que ninguna contingencia o pasivo oculto se revele antes que la garantía expire, el banco estará obligado a entregar la cantidad retenida a los vendedores. En este caso, el banco no tendrá derecho a objetar la entrega de la cantidad retenida. Por otra parte, en el caso que una contingencia sea revelada y la garantía expire, por lo general se ha negociado que el banco estará obligado a retener una parte del importe para cubrir esa contingencia y entregar el resto al vendedor, si quedara alguna cantidad. El importe mantenido como garantía se mantendrá como tal hasta que la contingencia sea liberada, confirmada o expire el plazo de prescripción. Si se libera la contingencia o expira el plazo de prescripción, el importe será entregado a los vendedores y si se confirma la misma se aplicará al pago de la contingencia materializada. También es frecuente

dar a los vendedores el derecho a impugnar cualquier contingencia o reclamo de terceros y como tal la garantía se mantendrá hasta que dicha impugnación se resuelva. Por otra parte, en el caso de pasivos ocultos, lo habitual es acordar que la parte del precio retenida como garantía se aplicará al pago de este pasivo oculto.

Una última cuestión es la posibilidad que la contingencia o pasivo oculto exceda la cuantía de la garantía. En este caso los compradores tratarán de recurrir contra los vendedores, mientras que los vendedores tratarán de limitar cualquier responsabilidad derivada al importe de la garantía, en cuyo caso el excedente será asumido por los compradores. Esta decisión será fundamental en los acuerdos sobre el importe de la garantía y responsabilidades adicionales de los vendedores.

B. Declaraciones y garantías

Estos términos se utilizan normalmente en los acuerdos de adquisiciones y están referidos en primer lugar a las declaraciones que hacen los vendedores y compradores en relación a los bienes objeto de la venta, sea que se trate de activos o acciones, y con relación a las calidades y capacidades de ambas partes para llevar a cabo la transacción. Del mismo modo, se indica que son garantías en tanto lo declarado por las partes se presume como requisito previo y necesario para llevar adelante la transacción, sin cuya concurrencia la transacción es inviable.

Las declaraciones y garantías básicas del vendedor están referidas a la propiedad de las acciones o activos objeto de la adquisición y al hecho, por ejemplo, que los mismos se encuentran libres de cualquier carga o gravamen. Aunque en nuestra experiencia los vendedores a veces son renuentes a dar este tipo de declaraciones alegando que son materia del *due diligence*, las declaraciones mínimas son usualmente aceptadas.

Las declaraciones y garantías usuales están referidas a los poderes de representación necesarios para ejecutar la transacción, que la sociedad objetivo existe y de una forma válida, el importe del capital social, las clases de acciones y el valor de cada acción, que la información proporcionada es verdadera, que no existen pasivos ocultos o contingencias del vendedor aparte de las declaradas –para lo cual usualmente se incluye una lista de contingencias y pasivos existentes como parte del acuerdo– que el vendedor tiene el título legal sobre sus activos, que no hay transacciones entre la sociedad objetivo y de sus accionistas o empresas relacionadas, que la actividad de la sociedad objetivo cumple con la ley y las regulaciones aplicables, que no existen circunstancias que pueden afectar a la sociedad objetivo o a la transacción, que la sociedad objetivo no ha realizado actividades fuera de su curso normal del negocio y que los términos

del acuerdo de compra son válidos, entre otros. Por el contrario, el número de declaraciones del comprador suele ser más corto y se refieren normalmente a su buena reputación como empresa, a la validez de sus poderes de representación y a su capacidad financiera de pagar el precio acordado y cumplir con los términos del acuerdo.

Las restricciones típicas a las declaraciones y garantías, denominadas calificaciones, en la mayoría de los casos se refieren a la limitación de que éstas se hacen a juicio de los vendedores, aplicando conceptos tales como: curso ordinario de los negocios, buena fe, leal saber y entender, ordenado comerciante, etc. Como ejemplo, este tipo de calificaciones serán probablemente incluidas al momento de declarar sobre la no existencia de pasivos y contingencias, la no existencia de hechos o circunstancias que puedan afectar el negocio de la sociedad objetivo, la no realización de actividades fuera del ámbito de los negocios, y que toda la información existente ha sido entregada al comprador para su revisión. Otro tipo de calificación está referida a la materialidad de las declaraciones, entendiéndose como tal un monto determinado en relación al valor del activo o tamaño del negocio a adquirirse, siendo que los vendedores probablemente intenten limitar sus declaraciones a los hechos materiales. En este caso la definición de la “materialidad” será una cuestión de negociación, en cuyo caso una alternativa es ponerse de acuerdo en una cantidad determinada sobre la cual una responsabilidad determinada se considere material.

En nuestra experiencia, los acuerdos de adquisición bajo nuestra legislación no incluyen cláusulas relacionadas con la supervivencia de las declaraciones y garantías luego de vencido el plazo acordado para las garantías, vía retención de precio o cuentas escrow. Este problema suele estar cubierto por la garantía incluida en el acuerdo. De hecho, cualquier responsabilidad con respecto a estas declaraciones y garantías será probablemente limitada a la garantía del precio retenido como garantía total frente a cualquier contingencia o pasivo oculto, como se explicó anteriormente.

C. Acuerdos

1. Antes del cierre

La realización de un *due diligence* satisfactorio por parte del comprador es un acuerdo típico previo al cierre. El alcance del *due diligence* por lo general es una cuestión de negociación. Es común acordar que sólo algunos puntos y sobre un determinado monto estarán sujetos a revisión, lo que en la práctica simplifica el procedimiento, como por ejemplo un acuerdo declarando que contratos por montos por debajo de cierta cantidad no serán revisados. Asimismo, el *due diligence* por lo general cuenta con un *due diligence* legal realizado por un estudio

de abogados, un *due diligence* contable realizado por una empresa auditora y un *due diligence* técnico, llevado a cabo por técnicos especializados en las actividades de la sociedad objetivo. Algunas veces la designación de las empresas que realizarán el *due diligence* es también un tema de discusión debido a la existencia de conflictos de intereses. El *due diligence* se realiza generalmente en un ambiente especialmente dispuesto, con frecuencia situado fuera de la sociedad objetivo con el fin de evitar la especulación de una posible venta y toma de control. Otro punto negociado es generalmente la posibilidad de obtener copias de los documentos revisados.

El *due diligence* es usualmente acompañado por un acuerdo de confidencialidad que puede abarcar no sólo la confidencialidad sobre los documentos a ser revisados, sino también sobre cualquier asunto relacionado con la negociación de la transacción, que en la práctica significa que ambas partes están obligadas por este acuerdo. En efecto, aunque el acuerdo de confidencialidad es solicitado por el vendedor, es habitual que el comprador también solicite que el vendedor esté sujeto a la obligación de confidencialidad con respecto a la información relacionada con el comprador y la negociación de la transacción. En esta materia, revisar nuestros comentarios referidos a la estructura de la transacción.

Otro pacto habitual es la posibilidad para ambas partes de salir de la transacción en caso que las contingencias o pasivos ocultos que surjan a partir del *due diligence* superen una cantidad previamente determinada. Junto con este convenio está la posibilidad del vendedor para impugnar cualquier contingencia o pasivo oculto que pudiera derivarse del *due diligence*.

Otro pacto puede referirse a la obligación del vendedor de obtener el consentimiento de terceros si la sociedad objetivo ha suscrito cláusulas que sancionen el cambio de control. Esta obligación, naturalmente, dependerá del alcance y del monto de los acuerdos que contengan estas cláusulas. Además, hay algunas condiciones generales antes del cierre, como la prueba de tener los poderes de representación adecuados y obtener la aprobación de la transacción por la junta general de accionistas en caso de venta de activos, dado que la Ley General de Sociedades establece que cualquier venta de activos que represente un valor superior a 50% del capital social de una sociedad deberá ser aprobada por la junta general de accionistas con un *quórum* cualificado, lo que significa que en la junta de accionistas al menos dos tercios (2/3) de las acciones con derecho a voto deben asistir en primera convocatoria, y tres quintos (3/5) en la segunda convocatoria, y que la venta deberá ser aprobada por al menos la mayoría de todos los accionistas con derecho de voto, asistentes o no. Por otro lado, si el comprador decide

utilizar una nueva empresa, la adquisición también tendrá que ser aprobada por la junta general de accionistas si el importe a pagar es superior al 10% de su capital social y se realiza dentro de los primeros seis meses de su constitución con arreglo a la Ley General de Sociedades, por lo que también necesitará un informe del directorio respecto a la evaluación de dicha adquisición.

Es igualmente importante verificar y tener en cuenta si la sociedad objetivo cuenta con algún permiso o autorización gubernamental que pueda verse afectada por el cambio de control o transferencia del activo. De esta forma, se deberá tener en cuenta la regulación referente a dichos permisos o autorizaciones, de tal manera que el comprador pueda seguir operando el negocio o los activos sin inconvenientes luego de la transferencia.

2. Después del cierre

Frecuentemente los acuerdos post-cierre se refieren a la renuncia de derechos del comprador a favor del vendedor. Por ejemplo, si las garantías se otorgan en favor del comprador, es habitual solicitar al comprador la renuncia a la posibilidad de reclamar algún tipo de reembolso o indemnización, excepto por las garantías acordadas. Otra renuncia típica se refiere al derecho del comprador a presentar cualquier reclamación respecto a la condición o el rendimiento de los activos o empresas adquiridas, al negocio en marcha o a los activos de la empresa objetivo. En este caso, el vendedor requerirá que una vez que la transacción se cierre no haya posibilidad que el comprador solicite el reembolso del precio pagado o cualquier tipo de compensación diferente a las garantías acordadas.

Otra renuncia muchas veces solicitada por los vendedores es el compromiso del comprador de no iniciar ninguna acción contra el vendedor o los administradores de la sociedad objetivo por los acuerdos o actos realizados antes del cierre. En este caso, es habitual solicitar al comprador que mediante un acuerdo de junta general de accionistas de la sociedad objetivo, que se celebrará después del cierre, renuncie a su derecho a iniciar acciones legales contra el directorio y la administración. Aunque de conformidad con el Código Civil no se permite renunciar a la responsabilidad por los actos realizados con dolo o negligencia grave, la responsabilidad por cualquier otro acto puede ser materia de renuncia por parte del comprador. Con este pacto el vendedor trata de evitar cualquier acción personal en contra de ex directores considerando que no se pueden tomar medidas contra los accionistas no administradores.

Dependiendo de la naturaleza del vendedor o de sus propietarios, el comprador probablemente pedirá un pacto al vendedor de no competir con la empresa adquirida, que podrá ampliarse a los directores y funcionarios del vendedor. En este

caso la negociación esté referida al alcance de dicha limitación y al período de tiempo que este acuerdo subsistirá. Por último, y en relación con este pacto, los compradores probablemente solicitarán a los vendedores pactar la obligación de no contratar a los funcionarios de alto nivel de la compañía adquirida. Como en el caso anterior, la negociación estará referida al período de tiempo que este acuerdo subsistirá.

D. Condiciones de cierre del comprador y vendedor

Las condiciones de cierre (firma del contrato definitivo de compraventa) para el vendedor estarán referidas a la presentación de cualquier documento que acredite la propiedad del activo vendido. Si se vende un bien específico, una condición de cierre estará referida a la entrega de dicho bien. En el caso de acciones, una condición de cierre será la entrega por parte del vendedor de los certificados de acciones y libros societarios (libros de actas y matrícula de acciones). En este punto vale la pena señalar que en el Perú las acciones al portador no están permitidas y los certificados de acciones no constituyen un título principal respecto de la propiedad de las acciones, dado que la Ley General de Sociedades establece una presunción de propiedad de las acciones en favor de quien figure como titular de las mismas en la matrícula de acciones, incluso si esta persona no tiene un certificado de acciones. Los registros de acciones variarán si la sociedad cotiza en la Bolsa de Valores o no, siendo que en el primer caso, las acciones serán registradas en el Registro Público de Valores y en CAVALI, como Institución de Compensación y Liquidación de Valores; mientras que en el segundo, en la matrícula de acciones, libro privado en poder de la gerencia de la sociedad. En relación con esta condición, también es habitual pedir al vendedor que envíe una carta a la sociedad adquirida después del cierre, a fin de informar acerca de la transferencia de sus acciones para que el gerente general proceda a registrar dicha transferencia en la matrícula de acciones, solicitando el comprador una prueba de tal registro.

Si hay otros accionistas, y en función de la forma societaria, el vendedor solicitará obtener por parte de los demás accionistas la renuncia a su derecho de adquisición preferente. Este derecho de preferencia es establecido por ley para las sociedades anónimas cerradas, y, en el caso de las sociedades anónimas regulares, también podrá ser acordado en el estatuto social, por acuerdo de junta general de accionistas o en un convenio de accionistas.

En cuanto a la administración, el comprador solicitará la renuncia de la totalidad o parte de los directores existentes y representantes, como una condición de cierre. En el caso de los directores, se suele solicitar la entrega de una carta de renuncia irrevocable firmada por ellos y mantenida en

custodia hasta el cierre. Además, si los directores renuncian, se solicitará a los vendedores asegurar el nombramiento de nuevos directores a través del procedimiento de cooptación, tal como lo indique el comprador; lo que implica que, excepcionalmente, el directorio podrá designar nuevos directores en caso de vacante, a menos que esté prohibida por su estatuto. Este procedimiento de cooptación se utiliza a menudo para evitar tener que convocar a junta general de accionistas, lo que supondría la publicación de avisos de convocatoria en los diarios por lo menos con tres días de anticipación o diez días si se refiere a una reorganización de sociedades. Estas sesiones suelen ser formalizadas mediante la firma de actas pre-aprobadas, las mismas que se mantendrán en custodia hasta el cierre. Además, si hay más de tres directores, más de un acta será necesaria a fin de mantener el quórum mínimo de directores en cada momento. Dichas actas también podrán contener cualquier revocación de poderes, que el comprador pueda solicitar.

Otra condición de cierre solicitada por el comprador es la declaración del vendedor indicando que no se han producido actos significativos que afecten a las acciones o la sociedad objetivo antes del cierre y que la empresa no ha realizado actos fuera del curso ordinario de sus actividades. Estas declaraciones probablemente tendrán la calificación a juicio del vendedor como se explicó anteriormente.

Por último, en el caso del comprador, la condición de cierre habitual es la de pagar el precio. Dependiendo de la cantidad, este pago se hará a una cuenta bancaria a través de una transferencia electrónica o mediante la entrega de un cheque. En el caso de un cheque, el comprador requerirá que este cheque sea emitido por un banco como un cheque de gerencia, que será garantía de que se pagará independientemente de los fondos de los que disponga el comprador.

E. Disposiciones de indemnización

Por lo general, en acuerdos de adquisición regulados por sociedades peruanas no se incluyen disposiciones de indemnización. Ello probablemente obedece al hecho de que el Código Civil contempla disposiciones que conceden derechos de indemnización en caso de incumplimiento contractual.

De hecho, en el caso de incumplimiento, el afectado tendrá derecho a exigir el cumplimiento o resolver el contrato de conformidad con el Código Civil y, en uno y otro caso, el derecho a reclamar el pago de una indemnización por los daños o perjuicios causados por dicho incumplimiento. En particular, el Código Civil establece que la parte afectada podrá resolver el contrato solicitándolo ante el Poder Judicial o, alternativamente, extra-

judicialmente si después de quince días desde que se exige el cumplimiento por medio de una carta notarial, la contraparte no cumple con lo pactado. Además, si las partes lo establecen en el acuerdo de adquisición, la parte afectada podrá resolver el contrato mediante el envío de una carta a la contraparte. En cualquiera de estos casos, el afectado podrá solicitar al Poder Judicial el pago de la indemnización por los daños causados por el incumplimiento, que puede abarcar los daños actuales y ulteriores. A pesar de ello, es común limitar las indemnizaciones relacionadas con el incumplimiento de las obligaciones o falta de veracidad de las declaraciones con la garantía otorgada para cubrir cualquier contingencia o un pasivo oculto como se explicó anteriormente.

F. Resolución de controversias

Básicamente hay dos alternativas para decidir en la negociación respecto de cláusulas de solución de controversias: procesos ante el Poder Judicial y procesos arbitrales. El Poder Judicial a menudo no es bien visto por las partes como un mecanismo de solución de controversias dado que, como se ha visto en experiencias pasadas, los procesos suelen tomar mucho tiempo. En cualquier caso, siendo que en el Perú la economía es centralizada en la capital, Lima, en caso de acordarse que sea el Poder Judicial el mecanismo de solución de controversias, es común pactar que los tribunales competentes para resolver cualquier controversia serán los del Cercado de Lima (Centro de Lima), ya que hay otros tribunales en Lima.

No obstante ello, las partes de una adquisición suelen optar por el arbitraje. A pesar que un arbitraje puede ser costoso, pues los honorarios de los árbitros pueden variar dependiendo de la cuantía en controversia, usualmente es preferido por las partes, ya que por lo general brinda las garantías de ser un proceso más corto y transparente que uno llevado ante el Poder Judicial, ello dado que los árbitros son profesionales especializados en la cuestión controvertida e independientes que garantizan la imparcialidad en el arbitraje. Si las partes acuerdan someter sus pretensiones a un procedimiento de arbitraje no podrán someter sus controversias posteriormente ante el Poder Judicial, a menos que todas las partes brinden su

consentimiento.

Al negociar una cláusula de arbitraje por lo general la primera cuestión es definir si el arbitraje será un arbitraje de derecho o un arbitraje de conciencia. En el primer caso, la controversia se resolverá conforme a la ley y en el segundo caso la controversia será resuelta basada en los mejores conocimientos de los árbitros. En adquisiciones suele ser elegido el arbitraje de derecho. Además, es muy frecuente que se siga el proceso ante una institución de arbitraje reconocida. Estas instituciones suelen tener una infraestructura y personal adecuados para apoyar a los árbitros y el proceso de arbitraje, y también cuentan con reglas de arbitraje propias que complementan la Ley de Arbitraje, lo que permite a las partes conocer de antemano las reglas del arbitraje y sus costos. Las instituciones de arbitraje más utilizadas en nuestra experiencia son el Centro de Arbitraje de la Cámara de Comercio de Lima y la Cámara de Comercio Americana del Perú.

Otra cuestión a considerar es el número de árbitros que componen el Tribunal Arbitral. Por lo general, el número seleccionado es de tres, uno nombrado por cada parte y el tercero, que será el presidente del Tribunal Arbitral, es nombrado por los dos árbitros designados. Si una parte no nombra un árbitro o los dos árbitros designados no han nombrado al tercero, lo habitual es llegar a un acuerdo para que el nombramiento que falta se haga por la institución de arbitraje seleccionada a fin de garantizar la instalación del tribunal de arbitraje.

Por último, cabe señalar que el laudo arbitral tiene el mismo valor y efecto que una sentencia final emitida por el Poder Judicial. Sin embargo, si una parte se niega a cumplir con un laudo, la parte vencedora deberá acudir ante el Poder Judicial para ejecutar el laudo como si se tratara de una sentencia judicial.

Finalmente, tal como señale al principio de esta nota, el objeto del artículo era presentar de manera breve y general el tema de las adquisiciones de empresas y activos de negocios. Un artículo similar al presente fue publicado en la revista de fusiones y adquisiciones del International Bar Association. En artículos posteriores intentaré desarrollar algunos de los temas específicos aquí expuestos, siempre desde una perspectiva práctica.