

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

FACULTAD DE DERECHO



Are you sandbagging me? La regla supletoria sobre *sandbagging* en controversias de
M&A en el Perú

Tesis para optar el Título de Abogado que presenta el
Bachiller:

Oscar Ernesto Mendiola Chirinos

Asesor: Fabio Núñez del Prado Chaves

Lima, 2023

INFORME DE SIMILITUD

Yo, FABIO NUÑEZ DEL PRADO CHAVES, docente de la Facultad de **DERECHO** de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asesor(a) de la tesis/el trabajo de investigación titulado:

ARE YOU SANDBAGGING ME? LA REGLA SUPLETORIA SOBRE SANDBAGGING EN CONTROVERSIAS DE M&A EN EL PERÚ


del/de la autor(a)/ de los(as) autores(as)

OSCAR ERNESTO MENDIOLA CHIRINOS

dejo constancia de lo siguiente:

- El mencionado documento tiene un índice de puntuación de similitud de **20%**. Así lo consigna el reporte de similitud emitido por el software *Turnitin* el **24/04/2023**.
- He revisado con detalle dicho reporte y confirmo que cada una de las coincidencias detectadas no constituyen plagio alguno.
- Las citas a otros autores y sus respectivas referencias cumplen con las pautas académicas.

Lugar y fecha: **Lima, 24 de abril del 2023**

Apellidos y nombres del asesor / de la asesora: <u>NUÑEZ DEL PRADO CHAVES, FABIO</u>	
DNI: 45789576	
ORCID: https://orcid.org/0000-0001-6614-6561	

RESUMEN:

En la actualidad, es innegable la influencia que ha tenido las prácticas corporativas anglosajonas en el mundo y en el derecho. Nuestro país no ha sido la excepción, por lo que áreas como fusiones y adquisiciones (M&A) han adoptado la estructura de contratos, cláusulas y documentos precontractuales utilizados en los países anglosajones.

Sin embargo, al pertenecer a distintas tradiciones jurídicas (derecho común y derecho civil, correspondientemente), se han generado dudas respecto a las consecuencias del incumplimiento de ciertas de las cláusulas importadas al no existir una regulación o norma supletoria sobre éstas en nuestro país. Justamente, ese es el caso del incumplimiento de las *representations and warranties* cuando el comprador conoce o ha podido conocer de dicho incumplimiento antes del cierre del contrato, lo que se conoce como *sandbagging* en el mundo de los contratos.

A diferencia de lo que podría creerse, la falta de un regla supletoria sobre *sandbagging* (permitiéndola o restringiéndola) e incluso la elección de una u otra (*pro-sandbagging/anti-sandbagging*) genera o puede generar costos en las partes.

Por lo dicho, la presente investigación busca determinar, en línea con la eficiencia, la regla supletoria sobre *sandbagging* aplicable en nuestro país teniendo en cuenta instituciones como las obligaciones, los vicios ocultos, los vicios de la voluntad y la buena fe.

ÍNDICE

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN	6
I. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA TESIS PROPUESTA	9
II. EL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO COMO METODOLOGÍA ..	13
CAPÍTULO II: LOS CONTRATOS INCOMPLETOS, LAS REGLAS SUPLETORIAS EFICIENTES Y EL <i>SANDBAGGING</i>	18
I. LOS CONTRATOS INCOMPLETOS.....	20
A. Lo perfecto es enemigo de lo bueno: ¿por qué existen los contratos incompletos? 21	
B. Tipos de incompletitud contractual y el <i>sandbagging</i>	23
C. Tratamiento legal de la incompletitud contractual y arbitraje	25
II. LAS REGLAS SUPLETORIAS EFICIENTES	28
A. La finalidad económica de las reglas supletorias.....	28
B. Los tipos de reglas supletorias contractuales, los estándares y el contexto	30
C. ¿Cómo determinar una regla supletoria eficiente?.....	35
III. LA REGLA SUPLETORIA SOBRE <i>SANDBAGGING</i> EN EL PERÚ Y USA	38
A. La regla supletoria sobre <i>sandbagging</i> en el <i>common law</i>	38
1. Las <i>representations</i> y <i>warranties</i> como figuras independientes.....	39
2. El <i>sandbagging</i> en el <i>common law: Delaware</i>	42
3. El <i>sandbagging</i> en el <i>common law: New York</i>	46
B. La regla supletoria sobre <i>sandbagging</i> en el <i>civil law</i> : Perú	50
1. <i>Anti-sandbagging</i> : postura de Granda & Bosshard.....	50
2. <i>Anti-sandbagging</i> : postura de Saavedra.....	52
3. <i>Anti-sandbagging</i> : postura de De la Piedra.....	52
CAPÍTULO III: M&A 101. UNA BREVE EXPLICACIÓN SOBRE EL PROCESO TRANSACCIONAL, LAS <i>REPRESENTATIONS AND WARRANTIES</i> Y LA PROPIEDAD	55
I. EL PROCESO TRANSACCIONAL EN M&A.....	55
A. Etapa Preliminar.....	56
B. Due Diligence	58
C. Negociación y firma del SPA	61
D. <i>Closing</i>	62
E. <i>Post-closing</i>	63

II. NOCIONES GENERALES SOBRE LAS <i>REPRESENTATIONS AND WARRANTIES</i>.....	64
A. Limitaciones fácticas	69
1. <i>Disclosure Schedules</i>	69
2. <i>Qualifiers</i>	70
B. Limitaciones económicas.....	72
1. <i>Indemnity Caps</i>	75
2. <i>Indemnity Baskets</i>	75
3. <i>De Minimis Amount o Mini Baskets</i>	76
C. <i>Bring-down condition</i>	77
III. LA PROPIEDAD DESDE LA TEORÍA ECONÓMICA.....	78
A. La propiedad bajo una perspectiva económica	78
B. ¿Qué bienes son susceptibles de propiedad privada?	80
C. La información como bien susceptible de propiedad privada en la teoría económica.....	85
CAPÍTULO IV: LAS APARIENCIAS ENGAÑAN. EL <i>PRO-SANDBAGGING</i> PARCIAL COMO UNA REGLA SUPLETORIA EFICIENTE	88
I. PROBLEMAS Y COSTOS GENERADOS POR LA FALTA DE UNA REGLA SUPLETORIA ESTABLECIDA SOBRE <i>SANDBAGGING</i> EN EL PERÚ	89
A. Las negociaciones sobre <i>sandbagging</i> se mantienen intensas y acaloradas	89
B. Impredecibilidad de laudos arbitrales	92
II. PROBLEMAS Y COSTOS GENERADOS POR LA TENDENCIA <i>ANTI-SANDBAGGING</i>	94
A. Análisis probatorio extenso en las controversias sobre incumplimiento de <i>rep</i>	95
B. Desincentivos a la producción de información	96
C. ¿Y cuál es mejor? La regla <i>pro-sandbagging</i> parcial como la regla supletoria más eficiente	98
III. LA FALTA DE UNA REGLA SUPLETORIA ESTABLECIDA Y LA TENDENCIA <i>ANTI-SANDBAGGING</i> AFECTA LA GENERALIDAD DE CONTROVERSIAS SOBRE INCUMPLIMIENTOS DE <i>REP</i>	99
CAPÍTULO V: DETERMINANDO LA REGLA SUPLETORIA SOBRE <i>SANDBAGGING</i> EN EL PERÚ	102
I. LAS <i>REPRESENTATIONS AND WARRANTIES</i> (NO) SON OBLIGACIONES	104
A. Los contratos no solo se limitan al ámbito obligacional.....	105

B. Las <i>representations and warranties</i> no son obligaciones.....	108
II. LAS REPRESENTATIONS AND WARRANTIES Y LOS VICIOS OCULTOS	112
A. Si bien similares, los vicios ocultos han sido diseñados para cualidades intrínsecas al objeto transferido.....	115
B. Lo conocible, pero no conocido, forma parte de los riesgos distribuidos mediante las <i>reps</i>	116
C. Lo efectivamente conocido y la leyenda del <i>sandbagger</i>	119
III. LA BUENA FE, EL DEBER DE INFORMACIÓN Y EL SANDBAGGING	122
A. El rol de la buena fe en el derecho contractual peruano	122
B. Los vicios de la voluntad y el deber de información	125
1. El error, el dolo y su regulación en el Código Civil.....	125
2. El deber de información impuesto mediante el error	128
3. La asignación de un derecho de propiedad sobre la información de las partes	131
C. Los límites al deber de información y la información privada	133
1. El deber de información desde el AED y sus límites	135
2. Aplicando los límites del deber de información a las <i>reps</i> y al <i>sandbagging</i> ..	142
3. La regla supletoria sobre <i>sandbagging</i> : del estándar a la regla.....	146
IV. EL DEBER DE MITIGACIÓN APLICADO AL SANDBAGGING.....	149
A. El deber de mitigación desde el derecho civil y el AED	149
B. El deber de mitigación aplicado al <i>sandbagging</i>	151
CONCLUSIONES: PROPUESTA DE REGLA SUPLETORIA SOBRE SANDBAGGING	154
BIBLIOGRAFÍA	167

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

El *sandbagging* es un término muy poco conocido en países de habla hispana, pero comúnmente usado para referirse a una estafa¹ en los países anglosajones. Es usada en la película *Wall Street* (1987) cuando Bud Fox, un joven bróker, engaña a Gordon Gekko, su ídolo y millonario inversionista sin escrúpulos, para salvar la aerolínea Bluestar en la que trabaja su padre.

En una de las escenas finales, cuando Gordon Gekko comprendió que Bud Fox le tendió una trampa dice: *You sandbagged me on Bluestar, ¿huh?*

Otra referencia se da en la serie *Better Call Saul*, el spin-off de la serie *Breaking Bad*. En esta, el astuto, cómico y amoral abogado Jimmy McGill -Saul Goodman bajo su nombre profesional- realiza una estafa al banco Mesa Verde, cliente principal de su esposa Kim Wexler, a pesar de que prometió ya no hacerlo. Kim y Jimmy planearon esa estafa para proteger a un anciano que iba a ser desalojado de su casa para la construcción de una sucursal del Banco, pero al final Kim decidió que no valía la pena y canceló el plan.

Ese día Kim llega molesta a su casa, luego de haber sido humillada frente a su cliente con una negociación de mala fe por parte de Saul. Este amenazó la reputación del Banco con un comercial lleno de supuestos clientes afectados por el banco y un costoso litigio por derechos de propiedad intelectual sobre la marca del Banco. Jimmy le dice: *“Kim, look, apologies, all right? I am sorry. For sandbagging you with the old switcheroo”*.

Como cualquier estafa, esta se centra en la información con la que se cuenta. Una parte manipula o no comparte cierta información con la finalidad de obtener un beneficio económico.

¹ La historia del término se remonta a las bandas criminales inglesas del siglo XIX. Estas usaban una bolsa llena de arena como arma que, a primera vista, parecería inofensiva, pero terminaba siendo muy peligrosa al usarse (West & Shah, 2007, p.1). Con el pasar de los años el *sandbagging* comenzó a ser utilizado en el póker y en el campo de los deportes, en particular el golf. De esta forma, el *sandbagging* comenzó a referirse y utilizarse cuando una persona finge no tener experiencia en el juego para, luego de apostarse por el resultado o incrementarse sustancialmente la apuesta, demostrar sus verdaderas capacidades y ganar fácilmente a sus oponentes (Kelley, 2018, p. 2-3).

Sin embargo, en el mundo de los abogados y los contratos, el *sandbagging* es el nombre de una situación en la que el comprador en un contrato de compraventa de acciones (“*SPA*”) reclama una indemnización por incumplimiento de *representation and warranty* (“*rep*” o “*reps*”) luego del cierre de la transacción, pero sobre un incumplimiento de *rep* que este conocía o pudo haber conocido de su incumplimiento antes del cierre.

Por su parte, las *reps* son aseguramientos contractuales mediante el cual una parte (generalmente, el vendedor) le asegura a la otra (generalmente, el comprador) hechos pasados, presentes o futuros sobre la empresa a transferirse.

Dichas cláusulas surgen como una solución del mercado a la necesidad de las partes de distribuirse los riesgos originados por los constantes cambios de valor y circunstancias de la empresa² a transferirse (“*target*”), lo cual les permite acordar un precio a una fecha concreta³. Utilizando las *reps*, las partes pueden distribuirse el riesgo de que existan litigios futuros contra la empresa, la corrupción en la anterior gestión, el cumplimiento de los contratos principales, contingencias laborales, etc.

De esta forma, la *rep* ofrecida tendrá un plazo de vigencia o aseguramiento, por lo que del hecho asegurado verificarse (es decir, verificarse la falsedad de la *rep*), la parte que la ofreció deberá pagar los daños sufridos a la parte asegurada. En otras palabras, el comprador tendrá un derecho de reclamo indemnizatorio por las pérdidas sufridas contra el vendedor.

Considerando ello, del comprador realizar *sandbagging* -esto es reclamar una indemnización a pesar de conocer o poder haber conocido del incumplimiento de *rep* antes

² A diferencia de un bien mueble o inmueble como un auto o una casa, una empresa es un conjunto de personas organizadas e interrelacionadas por complejas relaciones contractuales o un nexo de contratos que producen un flujo de efectivo (Easterbrook & Fischel, 1991, p. 8-12).

³ La determinación del precio de una empresa *target* siempre es un estimado, por lo que siempre habrá factores de riesgo o contingencias inesperadas en la estimación. Por ejemplo, un comprador adquirió la empresa minera Oro y Plata S.A.C. en abril del año anterior a un precio de US\$ 10,000,000.00, solo para darse con la sorpresa que 6 meses después ha tenido que suspender parte de sus actividades debido a incumplimientos regulatorios de la anterior gestión, lo cual evidentemente disminuyó su valor.

del *closing*- ¿este podría reclamar una indemnización o verá afectado su derecho? ¿podría el vendedor negarse a indemnizar al comprador alegando que este conocía o podía conocer de ello?

En muchas transacciones las partes se ahorran dicha discusión e incluyen un pacto expreso sobre el *sandbagging*. De esta forma, las partes pueden acordar que el comprador pueda realizar *sandbagging* (cláusula *pro-sandbagging*) o que no le sea permitido realizarlo (cláusula *anti-sandbagging*).

Sin embargo, en otras transacciones, ello no es posible ya que la inclusión de una cláusula sobre *sandbagging* suele implicar acaloradas negociaciones. Ello se debe a que negociar la permisibilidad o prohibición del *sandbagging* implica que las partes consideren que la otra tiene información que no quiere compartir.

Del comprador proponer una cláusula *pro-sandbagging*, el vendedor comenzará a desconfiar de la veracidad de las *reps* que ha ofrecido al considerar que el comprador conoce o ha podido conocer de su incumplimiento.

Por su parte, del vendedor proponer una cláusula *anti-sandbagging*, el comprador creerá que el vendedor sabe que las *reps* que ha ofrecido pueden ser falsas al no haber sido consecuencia de una diligente investigación y le está transfiriendo el riesgo de la verificación de la información de la *target* a este.

En consecuencia, en algunas ocasiones, sea consciente o inconscientemente, los SPA no incluyen una cláusula sobre *sandbagging*, por lo que será necesario revisar la regla supletoria (“*default rule*”) del ordenamiento aplicable.

En ese sentido, en países bajo el derecho común (“*common law*”) como Estados Unidos (“USA”), específicamente en *Delaware* y *New York*, los cuales son los estados

ganadores de la carrera corporativa⁴ y el corazón del mundo corporativo estadounidense, han desarrollado una regla *pro-sandbagging* y una regla *pro-sandbagging* parcial, respectivamente, a partir de la jurisprudencia desarrollada por sus cortes.

En cambio, en un país bajo el derecho civil (“*civil law*”) como Perú, el análisis no es tan claro. En el Perú no existe un desarrollo uniforme de la jurisprudencia sobre controversias en fusiones y adquisiciones (“*M&A*”) ya que la mayor cantidad de controversias son resueltas mediante arbitraje, el cual es confidencial.

La posición de un ordenamiento sobre la regla supletoria sobre el *sandbagging* no es un asunto menor, especialmente al considerar que la mayoría de controversias en M&A son sobre incumplimiento de *rep*. Una regla supletoria sobre *sandbagging* significa en realidad determinar qué consecuencia tiene el conocimiento del comprador sobre su derecho de reclamo por incumplimiento de *rep* en un ordenamiento en particular.

Por ello, de existir alguna posibilidad de que el comprador haya conocido de dicho incumplimiento, el tribunal arbitral tendrá la compleja tarea de determinar la regla supletoria sobre el *sandbagging* a partir de las instituciones y principios propios de un país bajo el *civil law* aplicados a figuras contractuales anglosajonas.

Justamente, el objetivo de la presente tesis será determinar la regla supletoria sobre *sandbagging* en el Perú, lo cual será realizado desde el análisis económico del derecho y en línea con la eficiencia.

I. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA TESIS PROPUESTA

⁴ La carrera corporativa de los estados estadounidenses es explicada por Easterbrook y Fischel. Los autores explican que los estados estadounidenses han competido entre ellos a través del desarrollo de reglas supletorias estadounidenses más favorables al mundo corporativo. El objetivo detrás es simple. Mientras las reglas sean más favorables a los intereses del mundo corporativo, la mayor cantidad de empresas serán constituidas en dichos estados y, por lo tanto, existirá una mayor recaudación tributaria (Easterbrook & Fischel, 1991, p. 5-6).

De esta forma, debido a la inexistencia de una regla supletoria sobre *sandbagging* en Perú, la necesidad de los tribunales arbitrales de construir una regla supletoria sobre *sandbagging* en base a las instituciones de nuestro ordenamiento es manifiesta, en caso de originarse un conflicto al respecto.

A primera revisión de figuras como la buena fe, los vicios ocultos, los vicios de la voluntad y las obligaciones, la mayoría de árbitros tenderá a considerar que el *sandbagging* no está permitido al ser un comportamiento contrario a la buena fe y a estas instituciones. Esa justamente ha sido la posición de la doctrina nacional. En consecuencia, existe una tendencia *anti-sandbagging* en el país⁵.

Si bien pareciera que la tendencia descrita es la respuesta que se busca, en realidad son los problemas que motivan la presente investigación. De esta forma, se argumentará que, justamente, la falta de una regla supletoria expresa y la tendencia *anti-sandbagging* en el Perú generan costos para las partes.

Esto ha llevado a las siguientes preguntas de investigación: i) ¿cuáles son los costos que la falta de una regla supletoria sobre *sandbagging* y la tendencia *anti-sandbagging* en el Perú generan?; ii) ¿cuál es la alternativa más eficiente entre una regla *anti-sandbagging* y una *regla pro-sandbagging*?; y, iii) de la regla *pro-sandbagging* ser más eficiente, ¿es posible concluir la aplicación de una regla *pro-sandbagging* en el Perú considerando las instituciones civiles pertinentes y la eficiencia?

Respecto a la primera interrogante, se argumentará que la falta de una regla supletoria sobre *sandbagging* en el Perú genera que las negociaciones sobre *sandbagging* sean complejas e intensas; y, que los laudos arbitrales sean impredecibles. Por su parte, se argumentará que la tendencia *anti-sandbagging* genera un análisis probatorio extenso en toda controversia sobre *sandbagging* y desincentiva al comprador a la producción de información. En ambos casos, costos de negociación y ejecución para las partes.

⁵ Ver Capítulo II sección III. B. *infra*.

Respecto a la segunda interrogante, se argumentará que una *regla pro-sandbagging* parcial es más eficiente, pues una *regla anti-sandbagging* implica mayores costos probatorios por el análisis de información que implican y los desincentivos a la producción de información que genera. A su vez, el *pro-sandbagging* puro genera costos de negociación para el vendedor, pues este incurrirá en mayores costos de investigación de la empresa *target* y de incorporación de cláusulas de defensa (Escobar, 2020, p. 276).

Por último, respecto a la última interrogante, se argumentará que, considerando la interpretación e integración de las instituciones de derecho civil, se debe aplicar una regla supletoria *pro-sandbagging* parcial en el Perú. De esta forma, el comprador podrá realizar *sandbagging*, siempre que la información que cuente sobre el incumplimiento de *rep* no haya sido compartida por el vendedor.

A pesar de que el *sandbagging* ha sido discutido anteriormente en la doctrina y jurisprudencia anglosajona y en la doctrina de países civilistas, a la fecha, no se ha analizado desde el análisis económico del derecho si la falta de una regla establecida y el tratamiento del *sandbagging* en el Perú está generando un impacto negativo en las partes.

Consecuentemente, la propuesta de la presente tesis constituye un aporte significativo al campo de la solución de controversias/arbitraje en M&A porque analiza el *sandbagging* desde el enfoque económico con el objetivo de identificar los problemas/costos generados sobre las partes; y, determinar a la luz de la eficiencia la regla supletoria que podría evitarlos.

En el estado actual del arte, se han identificado múltiples artículos sobre *sandbagging* en USA cuyo objetivo principal es analizar y comentar la jurisprudencia emitida por sus cortes. Dentro de ellos, existen dos artículos que utilizan el enfoque económico para evaluar qué regla supletoria sobre *sandbagging* es más eficiente.

Charles Whitehead propone que se aplique una *anti-sandbagging penalty default*⁶ *rule*. En su opinión, una regla *anti-sandbagging* incentivará a los compradores que quieran adquirir un derecho de *sandbagging* a comunicarlo expresamente y negociarlo, de forma que el contrato contenga un *trade-off* claro en las condiciones y derechos que se asignen en función a los intereses de las partes y una mejor distribución de riesgos (2011, 1104-1106).

Por otro lado, rechazando dicha propuesta⁷ y planteando la posición contraria, Daniel L. Chase afirma que la regla supletoria *pro-sandbagging* es la más eficiente (2020, p. 1681). En simple, este autor aplica la ecuación del valor social de un contrato⁸ desarrollada por Richard Posner al *sandbagging* en base a los datos empíricos que obtuvo de la revisión de las estadísticas proporcionadas por el American Bar Association.

En base a dicha data, Daniel L. Chase concluye que los costos de redacción (*drafting cost*) *ex ante* de una cláusula *anti-sandbagging* son mayores que una cláusula *pro-sandbagging*⁹, que el *anti-sandbagging* tiene mayores costos de litigio (*litigation cost*) *ex post* que el *pro-sandbagging*¹⁰, que la probabilidad de litigio es menor con una regla *pro-*

⁶ “To this end, we introduce the concept of “penalty defaults”. Penalty defaults are designed to give at least one party to the contract an incentive to contract around the default rule and therefore to choose affirmatively the contract provision they prefer. In contrast to the received wisdom, penalty defaults are purposefully set at what the parties would not want -in order to encourage the parties to reveal information to each other or to third parties (especially the courts).” (Ayres & Gertner, 1989, p. 91)

⁷ Daniel L. Chase considera que la propuesta de Charles Whitehead es equivocada por dos motivos. Primero, por la condición de “*conceptually suspect*” de las *penalty default rules* al haber sido materia de fuertes críticas en la academia. Además, señala que no se está considerando el costo de negociar una cláusula de *sandbagging* contraria a la *default rule*, el cual suele ser significativo como se demuestra en la cantidad de contratos que guardan silencio al respecto. Segundo, las *penalty default rule* se justifican por el valor de la información que incentivan a las partes a compartir. En el caso del *sandbagging*, no se obtiene información clara sobre el motivo que tiene el comprador para negociar una cláusula *pro-sandbagging*. Esta podría deberse a que el comprador conoce del incumplimiento de una *rep*, lo cual implicaría que el vendedor invertirá recursos en revisar las *reps* ofrecidas, o podría deberse a que el comprador no quiere asumir el costo de revisión de la información entrega o porque mantiene dudas respecto a ciertos aspectos de la *target*, entre otros motivos (Chase, 2020, p. 1672-1674).

⁸ Es valor social del contrato ya que incluye los costos que implica a terceros (como las cortes que serán las encargadas de interpretar el contrato y resolver la controversia). Esta es: $C=x+p(x) [y+z+e(x,y,z)]$, donde x es el costo de negociar y redactar un contrato, p es la probabilidad de litigio, z el costo del litigio para las cortes y e es el costo ocasionado por los errores del juzgador (Posner, 2004, p. 1583).

⁹ Ello se afirma debido a que había una mayor cantidad de contratos que asumían el costo de incluir una cláusula *pro-sandbagging* cuando la *default rule* era *anti-sandbagging* que partes dispuesta a asumir el costo de una cláusula *anti-sandbagging* cuando la *default rule* era *pro-sandbagging* (Chase, 2020, p. 1676).

¹⁰ En principio, ello es cierto ya que toda controversia sobre *sandbagging* se basa en la falsedad de una *rep* y en el conocimiento del comprador de dicha falsedad. El *pro-sandbagging* simplemente elimina toda

*sandbagging*¹¹ y que la probabilidad de error del juzgador es más alta en una regla *anti-sandbagging*¹².

Por su parte, en Perú, existen muy pocos artículos sobre el *sandbagging*, de los cuales solo tres de ellos analizan y proponen una regla supletoria aplicable sobre el *sandbagging*. Sin embargo, ninguno de estos trabajos utiliza el enfoque económico¹³ como metodología.

II. EL ANÁLISIS ECONÓMICO DEL DERECHO COMO METODOLOGÍA

Para obtener respuestas a las preguntas de investigación señaladas se utilizará el análisis económico del derecho (“AED”) como herramienta principal. En simple, el AED es la aplicación del enfoque económico¹⁴ al Derecho. Al ser el Derecho un sistema de regulación de conductas, el AED busca predecir las conductas humanas futuras en base a los incentivos producidos por una norma, decisión judicial, contrato, etc (Bullard, 2006, p.41).

Dicho de otra forma, “se trata de una metodología o, más concretamente, de la aplicación del método económico para entender las instituciones jurídicas.” (Bullard, 2006, p. 74)

discusión sobre el conocimiento del comprador y, en consecuencia, los recursos y tiempo que habría sido invertidos en ello (Chase, 2020, p. 1677).

¹¹ Una regla *pro-sandbagging* asigna el riesgo del incumplimiento de *rep* enteramente al vendedor, por lo que teniendo este mejor posición para obtener y analizar la información de la *target* es más probable que se redacten *reps* más precisas. Además, al eliminarse el conocimiento del comprador como materia a ser discutida se evita cualquier cuestionamiento estratégico que un vendedor podría realizar en un litigio (Chase, 2020, p. 1678-1679).

¹² El *anti-sandbagging* sí evalúa el conocimiento del comprador, a diferencia del *pro-sandbagging* en el que solo se evalúa el incumplimiento de *rep*. Por lo tanto, al haber mayores materias que discutir, la posibilidad de existir un error por parte del juzgador es más alta (Chase, 2020, p. 1680).

¹³ En palabras de Richard Posner, “la economía es la ciencia de la elección racional en un mundo – nuestro mundo- en el que los recursos son limitados en relación a las necesidades humanas” (2007, p.3).

¹⁴ En un mundo con recursos limitados, la economía busca predecir las conductas que tendrán las personas para satisfacer sus necesidades. Con ese objetivo, el enfoque económico se concentra en una combinación de las siguientes asunciones: i) las personas tienen una conducta maximizadora; ii) sus preferencias son estables; y, iii) el mercado tiende al equilibrio (Becker, 1998, 512).

De acuerdo al AED, los contratos son el medio por el cual el mercado logra transferir recursos a su uso más valioso. Esto es lo que un economista calificaría como una utilización eficiente de los recursos.

Los transacciones -o en términos legales, los contratos- son, por definición, eficientes. Las partes solo celebrarán un contrato si obtienen una ganancia, por lo que con su celebración las personas logran satisfacer sus necesidades adquiriendo los bienes y servicios que necesitan de acuerdo a sus preferencias subjetivas, lo cual incrementa su nivel de bienestar individual y, con ello, el bienestar de la sociedad¹⁵ (Escobar, 2020, p. 48).

Entonces, la celebración de un contrato es conveniente para la sociedad. En un mundo ideal, se celebrarían millones de contratos hasta que cada persona en el mundo tenga los bienes que más valora, dentro de las posibilidades de los bienes existentes. En un mundo de recursos limitados, ello es eficiente en términos de Pareto¹⁶.

Sin embargo, ello no es posible por la existencia de costos de transacción¹⁷ entre las partes, lo cual en muchas ocasiones determina que no se celebren contratos que serían

¹⁵ Por ejemplo, una persona ha culminado su pesado día de trabajo y desea una pizza para disfrutarla con su pareja. Entonces, llama a su pizzería favorita. Si asumimos que la pizza es vendida por 30 soles, ello significa que el dueño del restaurante le asigna un valor menor a la pizza como 20 soles (precio de reserva del vendedor) ya que este solo la venderá si le produce una ganancia. Asumamos que el cliente valora la pizza en 40 soles (precio de reserva del cliente) en ese momento debido a su hambre y cansancio. Al celebrar la transacción, tanto el cliente como el vendedor han adquirido 10 soles de valor adicional y, en su conjunto, la sociedad ha obtenido 20 soles de valor adicional mediante la asignación de bienes a quién más los valora.

¹⁶ El criterio de Pareto establece que una decisión o situación es eficiente si se generan beneficios a un individuo sin que nadie haya empeorado. Entonces, una constante de decisiones que lleven a situaciones eficientes en términos del criterio de Pareto significarán que el conjunto de individuos ha mejorado sin que nadie haya empeorado. Eventualmente, se obtendrá la situación óptima conocida como Óptimo de Pareto, en la que no es posible mejorar la situación de una persona, sin que otra empeore (Bullard, 2006, p. 269).

¹⁷ Contratar cuesta. Los costos de transacción son los costos de celebrar un contrato y fueron conceptualizados por Ronald Coase en su artículo "The Problem Of Social Cost" en 1960. De acuerdo a los profesores Cooter y Ulen, los costos de transacción pueden ser divididos en tres tipos. Primero, los costos de búsqueda como los costos de identificar con quién contratar y sobre qué (por ejemplo, analizar los distintos tipos de cámara que estoy pensando comprar o encontrar proveedores que la vendan). Segundo, costos de negociación como los costos derivados de la obtención del acuerdo durante el proceso de negociación, la redacción de los términos contractuales y de celebrar la transacción misma (por ejemplo, los costos de negociación del contrato, costos notariales y registrales, costo de abogados, tiempo transcurrido, etc.). Tercero, costos de ejecución como los costos de hacer cumplir el contrato una vez celebrado, costos de monitoreo del cumplimiento y de utilización del mecanismo de cumplimiento del mismo (por ejemplo, costos de verificación de la calidad acordada con un proveedor, costos de ejecutar garantías, costos del litigio y arbitraje en caso de incumplimiento, etc.) (Cotter & Ulen, 2016, p. 126).

eficientes y beneficiosos para la sociedad; o, que se celebren en términos ineficientes (Bullard, 2006, p. 113). En otras palabras, los recursos no se asignaron a quién más los valora y el bienestar social generado por un contrato se perdió.

Entonces, establecido los efectos beneficiosos de los contratos, una de las funciones económicas del derecho de los contrato es reducir los costos de transacción a través de un conjunto de reglas estándares, las cuales completan el contenido del contrato y simulan lo que las partes habrían pactado en esas circunstancias (Bullard, 2006, p. 279) ¹⁸. Una regla supletoria que reduzca los costos de transacción entre las partes es una regla eficiente en términos económicos.

Por lo tanto, en la presente investigación se argumenta que el tratamiento actual del *sandbagging* en el Perú está generando costos de transacción entre las partes, los cuales deben ser evitados mediante una regla supletoria. De esta forma, se argumentará que la regla supletoria propuesta¹⁹ de *pro-sandbagging* parcial es eficiente ya que reduce los costos de transacción de las partes en una transacción de M&A.

La presente tesis es de carácter dogmático jurídica, por lo que únicamente se recurrirán a fuentes documentales y su objeto de estudio serán instituciones y conceptos jurídicos puramente. Sin perjuicio de ello, la eficiencia económica será el principio rector de la interpretación y análisis de las instituciones civiles y anglosajonas que se realizará en la presente investigación.

¹⁸ El derecho de los contratos también sirve otras funciones. Primero, permite determinar qué promesas son legalmente vinculantes, ya sea mediante la tipicidad de contratos o la teoría de la causa. Segundo, reduce las ventajas estratégicas producto del intercambio no simultáneo al establecer reglas que sancionan o hacen costoso el incumplimiento del contrato. Por último, tercero, la correcta asignación de riesgos que afecten la ejecución de los contratos ya sea haciendo exigible los acuerdos de distribución de riesgos de las partes o creando un sistema que asigne los riesgos a aquella parte que puede asumirlos a menor costo (Bullard, 2006, p.276-279).

¹⁹ En particular, la presente investigación se inclina hacia la escuela normativa de análisis económico del derecho (*Yale School of Law and Economics*), la cual formula proposiciones normativas o prescriptivas de cómo debe ser la ley, es decir, se busca plantear soluciones a través del derecho a problemas generados por alguna falla del mercado o una situación ineficiente. Por otro lado, la escuela positiva de análisis económico del derecho (*Chicago School of Law and Economics*) busca explicar y predecir el efecto de las normas legales partiendo de la premisa de que el *common law* (sus reglas, procedimientos e instituciones) tiene como factor predominante el asignar recursos de una forma eficiente -sea consciente o inconscientemente-, lo cual significa excluir consideraciones de justicia ya que introduce ambigüedad al proceso judicial (Parisi, 2004, p. 264-265)

Debe resaltarse que la eficiencia solo es uno de los principios que rigen el Derecho, por lo que la priorización de otro principio o consideraciones de justicia, equidad, entre otros; podrían llevar a conclusiones distintas. En cualquier caso, como señala Calabresi:

Evitar el desperdicio es parte de la noción común de justicia, incluso si “desperdicio” en cualquier sociedad dada puede ser sólo definida en aquellos profundos valores que establecen titularidades y puntos de partida. (1992, p.90).

Señalado ello, la presente tesis será organizada de la siguiente forma. En el Capítulo II, nos detendremos a explicar las razones económicas detrás de los contratos incompletos, las reglas supletorias; y, particularmente, en explicar las reglas supletorias sobre *sandbagging* existentes en Delaware, New York y en el Perú, mediante el análisis de su jurisprudencia y doctrina correspondientemente. Ello será realizado con el objetivo de establecer que en Perú no existe una regla supletoria sobre *sandbagging* y que existe una tendencia *anti-sandbagging*.

En el Capítulo III, debido a la especialización del área de M&A, se proveerá de un breve marco teórico sobre el proceso transaccional, las *representations and warranties* y sus alcances económicos y fácticos; y, sobre la propiedad y la información desde la teoría económica.

En el capítulo IV, habiéndose determinado que no existe una regla supletoria establecida sobre *sandbagging* en el Perú y solo una tendencia *anti-sandbagging*, se detallará los problemas y costos de transacción que se están generando sobre las partes por dicha falta de regla supletoria y tendencia. Además, se determinará que regla supletoria sobre *sandbagging* (anti o pro) reduce los costos de transacción entre las partes. Este capítulo permitirá responder la primera y segunda pregunta de investigación.

Finalmente, en el capítulo V, se determinará, en línea con la eficiencia, la regla supletoria sobre *sandbagging* aplicable en el Perú mediante interpretación/integración del contrato y de las instituciones de derecho aplicables en el Perú que realizaría un tribunal

arbitral. En particular, se buscará responder la tercera pregunta de investigación al analizar si es posible concluir la aplicación de una regla *pro-sandbagging* parcial en el Perú.



CAPÍTULO II: LOS CONTRATOS INCOMPLETOS, LAS REGLAS SUPLETORIAS EFICIENTES Y EL *SANDBAGGING*

Hasta el momento, la explicación del *sandbagging* podría parecer algo abstracta y lejana. Finalmente, no es un concepto que se escuche a menudo ya que pertenece a las especializadas áreas de M&A y de solución de controversias/arbitraje. Consideremos el siguiente ejemplo práctico que explica cómo funciona el *sandbagging* en la práctica.

Hace unos años, el Sr. Buenavida se graduó de ingeniería civil y, luego de años de experiencia profesional en una constructora, decidió emprender su propio negocio. Así, con el apoyo de su familia -compuesta por su hermana abogada, un hermano contador y una hermana administradora-, decidieron constituir la sociedad Buenavida Especialistas en Construcción S.A.C. dedicada a la construcción de infraestructura privada y pública.

Debido a su habilidad y experiencia en sus rubros, Buenavida Especialistas en Construcción se desarrolló enormemente en un lapso de 15 años, llegando a ser líder en su rubro a nivel nacional. En particular, habían anunciado al mercado que habían obtenido dos contratos millonarios para la construcción de una carretera y un edificio de 50 pisos en el corazón del centro empresarial de la capital.

Sin embargo, el Sr. Buenavida y su familia se encontraban agotados del cansado día a día que requería administrar y ejecutar los proyectos de Buenavida Especialistas en Construcción. Afortunadamente, luego de haber contratado a un asesor financiero y a un estudio de abogados y haber comunicado a sus contactos de un potencial interés en vender la empresa, el fondo de inversiones internacional Gris Group envió una comunicación para iniciar tratativas con la familia Buenavida.

Las negociaciones se dieron por meses, pero siempre con un ánimo colaborativo entre ambas partes y sin mayor discusión o dificultad sobre los términos del contrato. En las negociaciones, Sr. Buenavida y su familia, en su calidad de accionistas y vendedores de la empresa Buenavida Especialistas en Construcción, le facilitaron a Gris Group un *data room*

con toda la información de la empresa para que este último realice su *due diligence* y pueda valorizar la empresa para la realización de una oferta concreta.

Ambas partes del SPA realizaron las investigaciones correspondientes -el *due diligence* por parte del comprador y la preparación de los *disclosure schedules* por parte del vendedor- y cuantificaron la empresa con la ayuda de sus asesores financieros y legales. Finalmente, a los 6 meses de iniciar negociaciones, se firmó el SPA por el 100% de las acciones de Buendía Especialistas en Construcción.

Siendo un contrato de más de 150 páginas, los aspectos más importantes eran los siguientes: i) se necesitaba una autorización administrativa, por lo que la fecha de cierre se daría 2 meses después de la fecha de firma; ii) existían *reps* por contingencias laborales, tributarias, contractuales, administrativos y procesales; y, iii) existía una cláusula *pro-sandbagging*, la cual tenía la siguiente redacción:

The rights of the Purchaser to indemnification or any other remedy under this Agreement shall not be impacted or limited by any knowledge that the Purchaser may have acquired, or could have acquired, whether before or after the closing date, nor by any investigation or diligence by the Purchaser. The Seller hereby acknowledges that, regardless of any investigation made (or not made) by or on behalf of the Purchaser, and regardless of the results of any such investigation, the Purchaser has entered into this transaction in express reliance upon the representations and warranties of the Seller made in this Agreement (Avery, 2020a, p. 2).

Pocos días antes de la fecha de cierre del contrato, Gris Group recibe una llamada del prestigioso estudio de abogados que lo asesora. El socio encargado de la operación le comunica que probablemente el equipo legal del Sr. Buendía y su familia analizó sin la debida diligencia los documentos de Buendía Especialistas en Construcción.

Luego de la revisión adicional que encargó Gris Group y la amanecida de los asociados, el equipo legal verificó inconsistencias y encontró que sí existen contingencias tributarias no señaladas en el Anexo III y que la probabilidad de ser exigidas por la autoridad tributaria nacional es moderada. De esta forma, Gris Group conoció del incumplimiento de una *rep* del vendedor antes del cierre.

Al haberse pactado una cláusula *pro-sandbagging*, Gris Group realizó los cálculos correspondientes y estimó que el costo de la contingencia tributaria encontrada era inferior al costo estimado de tiempo y renegociación de comunicarle al Sr. Buenavida y su familia de la falsedad de la *rep*.

El comunicarlo requeriría mayor tiempo para firmar el contrato ya que los vendedores tendrán que realizar sus propios cálculos y, probablemente, muchas revisiones de la información entregada por parte del vendedor ya que este no aceptará fácilmente la reducción del precio o mejoramiento de las condiciones indemnizatorias sin pruebas suficientes.

Habiendo decidido no compartirle dicha información al vendedor y transcurrido unos meses después de la fecha de cierre del contrato, las contingencias tributarias se verificaron en la realidad y Gris Group decide accionar la cláusula de indemnidad por falsedad de una *rep* y valerse de la cláusula *pro-sandbagging*. Al existir un pacto expreso sobre el *sandbagging*, ello no representa mayor discusión para las partes al ser conscientes de lo pactado en el SPA y se pagó la indemnización correspondiente.

Sin embargo, como fue descrito anteriormente, el problema se origina de las partes no incluir un pacto expreso sobre el *sandbagging*. Por ello, el presente capítulo iniciará explicando qué son los contratos incompletos de acuerdo al AED, las razones por las que las partes deciden dejar los contratos incompletos y cómo los juzgadores pueden lidiar con éste.

En segundo lugar, se explicará qué es una regla supletoria eficiente y cómo pueden los juzgadores determinar una. Por último, se explicará las reglas supletorias existentes en los principales Estados de USA (Delaware y New York) y la tendencia *anti-sandbagging* que existe en la doctrina peruana.

I. LOS CONTRATOS INCOMPLETOS

A. Lo perfecto es enemigo de lo bueno: ¿por qué existen los contratos incompletos?

Lo perfecto es enemigo de lo bueno²⁰. Es una frase que suele decirse que aplica para todo, pero que pocos realmente siguen. La cotidianidad está llena de casos en los que esta frase es ignorada y sufrimos de sus consecuencias. Por ejemplo, se aplica cuando un alumno aficionado a su clase de derecho civil dedica toda la semana a estudiar para su examen final, pero descuida el resto de cursos lo cual termina por bajar su promedio.

Se aplica a los autores de libros que suelen corregir hasta la perfección su obra a costa del tiempo invertido y las ganancias que dejan de percibir mientras su libro no salga a la venta. Se aplica a los abogados que entregan un informe con un intachable desarrollo de los argumentos legales, a pesar de que el cliente solo quería un correo simple, sencillo y rápido.

En el fondo, lo que esa frase busca señalar es que es mejor destinar solo los recursos razonables a las cosas y no desperdiciarlos en la búsqueda de algo perfecto²¹. Lamentablemente, dicha frase también se aplica a los contratos.

En un mundo ideal, los contratos serán negociados hasta regular cada aspecto posible que pueda afectar a las partes. No habrá riesgo no previsto ni supuesto no regulado. Sin embargo, ello sería imposible en la realidad.

Los costos de negociación de un contrato perfecto son tan altos que ningún contrato sería celebrado si se exigiera su perfección. Si las partes quisieran un contrato perfecto, estas

²⁰ Este es un aforismo comúnmente atribuido a Voltaire.

²¹ En la teoría económica, ello se debe a la utilidad marginal decreciente (Cooter & Ulen, 2016, p. 40-43). De esta forma, el consumo de una unidad de un bien genera un beneficio determinado para una persona (utilidad). Sin embargo, mientras más se incrementa la cantidad consumida, la utilidad que proporciona el consumo por unidad se va reduciendo. Ello puede ser aplicable a básicamente cualquier bien. De uno tener mucha sed, la utilidad generada al tomar el primer vaso de agua será muy significativa, lo cual irá descendiendo con cada vaso de agua tomado. En consecuencia, probablemente, la persona que tuvo sed ya ni si quiera desee el décimo vaso con agua. En los ejemplos señalados, la primera hora invertida (tiempo) en algo (estudiar para un examen/ crear y corregir una obra / informe legal) generará un beneficio significativo (avances), pero cada hora invertida generará menos beneficios hasta llegar al punto en que el costo de invertir dicha hora sea superior al beneficio obtenido.

tendrían que gastar ilimitadas cantidades de tiempo, dinero y creatividad para obtener ello. Finalmente, no habría contratos y la sociedad perdería los beneficios que generan.

En cambio, un contrato óptimo es aquel contrato que solo incluye y prevé aquellos términos que son económicamente razonables incluir. Es decir, aquellas cláusulas cuyo costo de inclusión (costos de negociación) están justificados por los ahorros futuros que significarán (Bullard, 2006, p. 405). Estos son los contratos buenos, pero no perfectos que se celebran en la realidad.

Por ejemplo, Pablo le vende su casa de campo a Pedro, pero minutos después de que la venta se celebró en la notaría, Pablo recibe una llamada telefónica de sus vecinos informándoles que un meteorito acaba de caer encima de la casa destruyendo gran parte de esta y requiriendo altos costos de reparación.

En un mundo sin Código Civil, Pablo y Pedro solo asumirán el costo de negociar una cláusula de distribución sobre dicho riesgo (tiempo, abogados, historial de meteoritos en la zona, etc.) si su probabilidad de ocurrencia por la pérdida generada son superiores a ese costo. En este caso, las probabilidades de que un meteorito caiga sobre un inmueble son casi cero, por lo que difícilmente las partes regularán esta cláusula.

De esta forma, en los contratos óptimos solo se incluirán cláusulas de distribución de riesgos siempre que el costo de negociación sea inferior a la probabilidad de ocurrencia del perjuicio por la magnitud del daño. Del costo de negociación ser muy alto, las partes simplemente preferirán no incluir disposición al respecto en el contrato (Cooter & Ulen, 2016, p. 399).

En consecuencia, las partes invertirán costos de negociación (ya sea tiempo en discusiones, dinero en abogados, producción de documentos, etc.) antes de la celebración del contrato para completar el contrato. Sin embargo, el contrato siempre mantendrá un grado de incompletitud.

Como se explicó, dependiendo del tipo de disposición contractual que se está considerando incluir, el beneficio de predecir y regular cierta contingencia puede no ser suficiente; las partes pueden no estar de acuerdo sobre el valor de cierto aspecto del bien a transferirse; o, simplemente deciden que no están de acuerdo al día de hoy, pero podrían estarlo en el futuro (acuerdo de renegociar).

Los motivos específicos pueden ser variados pero la razón es la misma. No vale la pena invertir más recursos de los razonables para crear un contrato perfecto cuando solo se necesita un contrato bueno.

B. Tipos de incompletitud contractual y el *sandbagging*

La propia razón de existencia de los contratos implica que son, por definición, incompletos²². Sin embargo, dependiendo del tipo de incompletitud contractual ante el que un juzgador se encuentre, la consecuencia legal que tendrá será distinta.

De esta forma, la incompletitud de los contratos o vacío contractual puede ser, generalmente, de dos tipos: 1) incompletitud obligacional; o, ii) incompletitud contingencial. La incompletitud obligacional es el vacío que dejan las partes sobre los alcances y especificaciones de sus obligaciones como el precio, la cantidad a entregarse, condiciones y características del bien a transferirse, etc.

Por otro lado, la incompletitud contingencial se refiere al supuesto en que las partes fallan en acordar los términos que maximicen la ganancia generada por el contrato en todos los estados del mundo (*states of the world*) (Ayres & Gertner, 1992, 729-731). En otras palabras, las partes no han regulado todas las consecuencias de las distintas circunstancias

²² Esta es la perspectiva económica del problema de la completitud de los contratos. Bajo la perspectiva tradicional, todos los contratos están completos ya que ello es un presupuesto para la formación del contrato (De Sousa, 2015, p. 1009). La perspectiva tradicional se ve reflejada en nuestro Código Civil en el artículo 1359 del Código Civil, el cual establece que “no hay contrato mientras las partes no estén conformes sobre todas sus estipulaciones, aunque la discrepancia sea secundaria”.

por suceder que pueden afectar lo acordado por el contrato o sus obligaciones, al menos de no de la forma que maximizaría la ganancia de cada parte.

En el caso materia de análisis, un contrato de compraventa de acciones suele estar completo obligacionalmente (la transferencia de acciones por un precio por pagarse determinado o determinable), pero incompleto contingencialmente.

Si bien las partes implementan pactos especializados de distribución de riesgos para maximizar la ganancia del contrato considerando los futuros estados del mundo como las *representations and warranties* y las cláusulas MAC, existen otros estados del mundo que muchas veces el contrato no contempla.

En ese sentido, como se dijo, un acuerdo sobre el *sandbagging* es la regulación de las partes de la consecuencia del conocimiento del comprador sobre su posibilidad de obtener una indemnización por incumplimiento de *rep*. En los términos antes utilizados, mediante el *sandbagging*, las partes están regulando las consecuencias de un futuro estado del mundo (el incumplimiento conocido o que pudo conocerse de una *rep*) sobre el precio a pagarse²³.

En cualquier caso, independientemente del tipo incompletitud contractual frente al que nos encontremos, ambos son subsanados por las reglas supletorias reguladas en el derecho aplicable al contrato, de estas existir.

Enfocándonos en la incompletitud contingencial de los contratos que sucede cuando las partes deciden no incluir un acuerdo sobre *sandbagging*, las partes al mantener silencio al respecto en el contrato evitan los costos de negociación que habrían incurrido, pero transfieren dicho costo a un costo de ejecución posterior.

²³ Un acuerdo sobre *sandbagging* es una regulación de una contingencia de “segundo nivel” debido a su dependencia de las *representations and warranties*. De esta forma, las *reps* distribuyen la materialización de hechos pasados, presentes o futuros entre las partes (estado del mundo futuro) y significan el pago de una indemnización por los daños sufridos, lo cual tiene un reflejo en el precio final pagado por la empresa *target*. En ese marco, el acuerdo sobre *sandbagging* es la regulación de la consecuencia del conocimiento del comprador del incumplimiento de *rep* (estado del mundo futuro) sobre la indemnización a pagarse (el precio pagado por la empresa *target*).

De esta forma, al negarse a solucionar la falta de precisión del contrato en un primer momento, las partes transfieren dicho encargo al juez o árbitro que solucionará la controversia, de surgir esta.

Estos costos de ejecución están justamente compuestos por el costo de financiar al intérprete del contrato (dependiendo si es un juez o árbitro, las tasas u honorarios arbitrales), el costo de litigio mismo (tiempo, dinero en abogados o peritos) y el costo de error de la decisión, es decir de que el juez interprete o integre erróneamente el contrato causando un resultado ineficiente (Bullard, 2006, p. 401).

Entonces, el tribunal arbitral tendrá el encargo de implementar la regla supletoria sobre *sandbagging* del derecho aplicable, pero se genera la duda si un tribunal arbitral es competente para completar un vacío contractual como el *sandbagging*.

C. Tratamiento legal de la incompletitud contractual y arbitraje

El estudio de los contratos incompletos y las reglas supletorias ha sido desarrollado principalmente en USA como país bajo el *common law*, por lo que es útil iniciar con el tratamiento que sus cortes les dan a los contratos incompletos.

De esta forma, en USA, las cortes deciden entre dos aproximaciones distintas al presentársele un contrato incompleto. Dependiendo de la importancia de los términos por completarse, estas completarán el acuerdo (*filling gaps*) y lo ejecutarán (*enforceable*); o, rechazarán su ejecución (*unenforceable*) afirmando que las partes no han llegado a un acuerdo vinculante (Ben-Shahar, 2004, p.389).

En el mismo sentido, en países bajo el *civil law*, las cortes deciden entre las mismas aproximaciones, pero mediante instituciones distintas. En consecuencia, las cortes evalúan entre declarar la nulidad del contrato debido a que presenta un objeto indeterminable; o, ejecutarán el contrato completando el acuerdo mediante las reglas supletorias pertinentes.

Como podrá suponerse, ambas consecuencias corresponden a los tipos de incompletitud contractual antes descritos. Al verificarse la incompletitud obligacional de un contrato la consecuencia suele ser su no ejecución²⁴ (sea afirmando la falta de acuerdo o la nulidad del contrato).

Por otro lado, la incompletitud contingencial suele ser subsanada mediante las reglas supletorias existentes. Sin embargo, en muchas ocasiones, no existe una regla supletoria expresa en el cuerpo legal aplicable, como es el caso del *sandbagging*.

Sin embargo, tanto los jueces como los árbitros tienen el deber de no dejar de administrar justicia, el cual está establecido en el artículo 139.8²⁵ de la Constitución y el artículo VIII²⁶ del Título Preliminar del Código Civil peruano, por lo que no pueden dejar de completar un contrato, bajo incompletitud contingencial, a pesar de la inexistencia de reglas supletorias expresas.

Esa labor de completar contratos se conoce en países anglosajones como *filling gaps* y en países continentales como integración del contrato²⁷. Ahora, en la práctica, entre la

²⁴ Existen pocos casos en que la incompletitud obligacional es subsanada mediante reglas supletorias. Salvo casos excepcionales como el artículo 1547 del Código Civil, la incompletitud obligacional de los contratos suele significar la nulidad del contrato debido a su objeto indeterminable. Como señala Freddy Escobar al comentar el artículo 219 inciso 3 del Código Civil, “el objeto del negocio es indeterminable cuando adolece de “vacíos” que impiden la realización de la “operación” que la parte o las partes diseñan. Tales “vacíos” dejan sin regulación determinados aspectos de la “operación” indicada (p. e. el precio que se debe pagar por el bien), los cuales, por lo demás, no encuentran respuesta alguna por parte del ordenamiento, en el sentido de que éste no les provee de una regulación supletoria que posibilite la consecución del efecto deseado” (2003, p. 898).

²⁵ “Artículo 139 de la Constitución Política del Perú.- Son principios y derechos de la función jurisdiccional:

[...]

8. El principio de no dejar de administrar justicia por vacío o deficiencia de la ley.

En tal caso, deben aplicarse los principios generales del derecho y el derecho consuetudinario.”

²⁶ “Artículo VIII.- Los jueces no pueden dejar de administrar justicia por defecto o deficiencia de la ley. En tales casos, deben aplicar los principios generales del derecho y, preferentemente, los que inspiran el derecho peruano.”

²⁷ “La integración del contrato es una operación técnico-jurídica por la cual se recurre a fuentes heterónomas -es decir diversas de la voluntad de las partes- para la construcción del reglamento contractual.” (Facco, 2009, p. 149)

integración del contrato y la interpretación del contrato²⁸ cruza una línea de diferencia cada vez más sutil.

No es raro que la operación de interpretar un contrato enmascarado por la referencia a la voluntad negocial tenga como objetivo integrar el texto del contrato (Farina, 2015, p.131). Ello se debe a que en la interpretación se cubre un vacío de precisión del lenguaje y en la integración se cubre un vacío en el contrato. En ambas se cubre un grado de imprecisión del contrato, la diferencia es solo de matiz (Bullard, 2006, p. 396).

Los métodos de interpretación/integración son variados²⁹, pero lo importante para estos efectos es verificar que un árbitro tiene la capacidad para integrar el contrato y, en este caso, establecer una regla supletoria sobre *sandbagging* en los casos que se le presenten. Como señala Nigel Blackaby, actualmente existe un consentimiento implícito sobre la facultad de los tribunales arbitrales de completar los contratos:

An arbitral tribunal does not, in general, have power to create, or write, a contract between the parties. Its role in a contractual dispute is usually to interpret the contract as signed by the parties. However, almost anything is possible by clear consent of the parties. In particular, it is generally accepted in modern times that an arbitral tribunal has implied consent to 'fill gaps' by making a determination as to the presumed intention of the parties in order to make a contract operable. (Blackaby et al., 2015, p. 524-525) (énfasis agregado)

Establecido ello, como se señaló en un inicio, el objetivo de la presente tesis es determinar cuál es la regla supletoria sobre *sandbagging* en el Perú, en línea con la eficiencia. Por lo tanto, la siguiente sección se enfocará en explicar qué es una regla supletoria eficiente y como determinarla.

²⁸ “La interpretación es la operación que realiza el aplicador de la ley, el intérprete y las propias partes, sobre el significado jurídicamente relevante del acuerdo del contrato.” (Fernández, 2002, p. 146)

²⁹ En particular, el método de integración central en los contratos es el principio de buena fe. En la misma línea: “*There are major differences between the legal systems with regard to the filling of gaps and adaptation of contracts. Some adhere more closely to the wording of the contract as concluded, while others attempt to take account of unforeseen situations and changed circumstances not provided for in the contract. In the latter case, the decisive role is frequently played by the hypothetical will of the parties, objectified and established on the basis of the principle of good faith.*” (Nicklisch, 1988, p. 37)

II. LAS REGLAS SUPLETORIAS EFICIENTES

A. La finalidad económica de las reglas supletorias

En el Capítulo I, se adelantó que una de las finalidades del derecho de los contratos era reducir costos de transacción mediante reglas supletorias. El punto base de dicha idea es que contratar cuesta.

La utilización del mercado en la realidad implica costos para las partes ya sea de búsqueda, de negociación o de ejecución de las transacciones que celebren. Si imaginamos por un momento que no existen estos costos, las personas tendrán el camino libre para obtener los recursos que satisfagan sus intereses mediante transacciones ilimitadas.

Sin embargo, como ello no es así, las partes deberán destinar recursos a celebrar acuerdos que les generen beneficios, por lo que no es correcto afirmar que las partes mediante la ciega negociación podrán celebrar un contrato. Habrá un punto límite entre los recursos que podrán invertir en la negociación y los beneficios generados por la transacción.

Por ello, la eficiencia no solo se enfoca desde los beneficios, sino también desde los costos. Una regla que reduzca los costos de transacción entre las partes es una regla eficiente. Las reglas eficientes permiten incrementar el “tamaño del pie” o beneficios generados por el contrato al haber menos costos que las partes deban incurrir. Además, incentivan la celebración de contratos al las partes tener menos costos que asumir.

La explicación antes referida encuentra su justificación en las ideas de Ronald Coase y, en particular, el Teorema de Coase. En términos generales, éste determina cuándo es que la asignación de recursos corresponde al mercado mediante decisiones atomizadas y no coordinadas, y cuándo debe realizarse por el Estado. Nos permite entender cuándo el mercado obtendrá la solución más eficiente y, por el contrario, cuando el Estado debe regular (Núñez del Prado, 2019, p. 112).

En ese marco, la primera formulación del Teorema de Coase señala lo siguiente:

Si los costos de transacción son iguales a cero, no importa la solución legal que se adopte, pues siempre las partes involucradas a través de transacciones en el mercado llegarán a la solución más eficiente (Bullard, 2006, p.113)

Ahora, es evidente que un mundo sin costos de transacción no existe. Sin perjuicio de eso, el valor la primera formulación del Teorema de Coase se encuentra en establecer que debe buscarse dicho mundo.

En otras palabras, la primera formulación del Teorema de Coase permite concluir que la ley debe tener como objetivo reducir los costos de transacción para que las partes se encuentren en la posibilidad de obtener la solución más eficiente. Ello es conocido como el teorema normativo de Coase: “Estructurar la ley de tal modo que se eliminen los impedimentos para los acuerdos privados” (Cooter & Ulen, 2016, p.132).

El derecho de los contratos es en esencia una aplicación del teorema normativo de Coase. Este regula una serie de reglas supletorias cuyo objetivo es facilitar el acuerdo de las partes al evitar que estas regulen cada aspecto o contingencia posible al momento de celebrar un contrato.

En conclusión, la función económico de las reglas supletorias es reducir los costos de transacción de las partes. Aquellas que sí lo cumplan serán eficientes y aquellas que no serán ineficientes ya que las partes tendrán que incurrir en costos de transacción adicionales para pactar en contra de dicha regla supletoria.

Por ejemplo, los remedios contractuales regulados en el Código Civil para los contratos con prestaciones recíprocas³⁰. Estos rara vez son pactados en contrario y suelen ser

³⁰ Nos referimos a la excepción de incumplimiento regulada en el artículo 1426°, la excepción de caducidad de término regulada en el artículo 1427°, la resolución judicial por incumplimiento regulada en el artículo 1428° y la resolución por intimación regulada en el artículo 1429° del Código Civil. Sobre la excepción de incumplimiento y la excepción de caducidad de término, Manuel De la Puente y Lavalle señala: “Si se ha admitido al estudiar la *exceptio inandimpleti contractus* que no existe razón valedera para conceder al artículo 1426 carácter imperativo, ello mismo justifica que tampoco lo tenga el artículo 1427, desde que se trata de dos

muy utilizados ante un incumplimiento de obligaciones. De no existir, cada contrato en el país tendría que regularlos en su texto y se elevarían considerablemente los costos de transacción.

Por otro lado, el típico ejemplo de una mala regla supletoria es la necesaria intimación en mora regulada en el artículo 1333 del Código Civil (Bullard, 2006, p. 279-280). Virtualmente todo contrato pacta en contrario de dicha regla y establece la mora automática. Ello significa que las partes deben invertir en costos de transacción para evitar dicha regla (como un abogado que establezca el pacto contrario, la negociación, tiempo, etc). Por lo tanto, esta regla es ineficiente.

Establecida la finalidad de reducción de costos de transacción de las reglas supletorias y, en consecuencia, qué es una regla eficiente, debemos detenernos en explicar los tipos de reglas supletorias existentes, los estándares y el contexto al ser conceptos muy tratados en relación a esta materia.

B. Los tipos de reglas supletorias contractuales, los estándares y el contexto

Hasta este punto se ha descrito las reglas supletorias cuya función principal es reducir costos de transacción. Estas son conocidas en la doctrina anglosajona como *majoritarian default rule*³¹ o *mimicking default rule*, la cual busca establecer la regla que habrían pactado las partes de haber dedicado el suficiente tiempo o costos de negociación en ello. Se busca el consentimiento hipotético (*hypothetical consent*) detrás de la elección de una regla supletoria (Ben-Shahar, 2004, p. 397).

normas de la misma naturaleza” (2017a, p. 79). A su vez, el mismo autor sobre la resolución judicial por incumplimiento y la resolución por intimación señala: “Como en el caso de la resolución judicial por incumplimiento, no existe inconveniente alguno para que las partes, bien sea en el propio contrato recíproco o en otra convención separada, renuncien al derecho de aplicar el artículo 1429 del Código Civil, de tal manera que, aun si se hiciera el requerimiento de satisfacción de la prestación previsto en dicho artículo, tal requerimiento no constituiría sustento legal para que el contrato se resolviera de pleno derecho” (Manuel De la Puente, 2017a, p. 136).

³¹ En estricto, debido a que la actividad de *filling gaps* en las cortes americanas puede significar la producción de una *tailored default rule*, la cual significa encontrar el *hypothetical consent* específico para las partes implicadas en el contrato que se está completando; o, la *majoritarian default rule* u *one-size-fits-all default rule*, las cuales implican que debido a las circunstancias se ha encontrado el *hypothetical consent* aplicable a partes bajo situaciones similares (Ben-Shahar, 2004, p. 397-398),

Sin embargo, existen otras reglas supletorias cuya razón y objetivo es otra. En un inicio se mencionó a las *penalty default rules*. Estas son reglas supletorias que incentivan a su pacto en contrario, las cuales son aplicadas cuando una parte retiene información estratégicamente con el objetivo de incrementar su porción de la ganancia producida por el contrato (*share of the pie*) (Ayres & Gertner, 1989, p. 94).

Debido a esa situación, se busca establecer una regla que incentive a las partes a comunicar la información privada con la que cuentan a la otra parte o a las cortes con la intención de pactar en contra de la *penalty default rule* (Ayres & Gertner, 1989, p. 97).

El ejemplo más conocido de una *penalty default rule* en países anglosajones es el caso *Hadley v. Baxendale*³². En este caso, Hadley era un molinero (*miller*) en Gloucester quién contrato a Baxendale, un transportista (*carrier*) por una pieza rota (*crank shaft*) que impedía la operación del molino.

Sin embargo, el envío se retrasó y Hadley demandó a Baxendale por los daños de lucro cesante (*consequential damages*) sufridos por el tiempo en que el molino quedó inoperativo. La corte estableció que solo los daños previsibles debían ser pagados, por lo que el demandado no tenía forma como prever los daños por la no operación del molino ya que no fue comunicado de esas circunstancias por el demandante.

En consecuencia, calificándola como una *penalty default rule*, Ayres y Gertner señalan que todo molinero con daños por lucro cesante altos tendrá incentivos para comunicar de sus circunstancias al transportista y, en consecuencia, se pacte el contrato en términos distintos, probablemente incrementando el precio recibido por el transportista debido al aseguramiento adicional de daños que proveerá (Ayres & Gertner, 1989, p. 102).

Ahora, como se señaló en el capítulo I, Charles Whitehead considera que el *sandbagging* es una situación en la corresponde la aplicación de las *penalty default rules*.

³² Hadley v Baxendale (1854) 9 Ex 341 (23 February 1854)

Sin embargo, como se profundizará en una sección posterior de la investigación, existe tipos de información en la cual no corresponde establecer un deber o incentivo para compartirla ya que ello perjudica los incentivos privados para informarse y producir dicha información en un primer momento. El *sandbagging* (al menos en parte) implica justamente ese tipo de información³³.

Por último, la *pro-defendant default rule*, la cual es una propuesta teórica de solución al supuesto en que las partes deciden deliberadamente dejar incompleto el contrato acordando negociar en el futuro (*agreeing-to-disagree*). De esta forma, con el objetivo de mantener el poder de veto de ambas partes, se establece que de una parte solicitar la ejecución del contrato (demandante-*plaintiff*), el contrato deberá ejecutarse en los términos más convenientes al demandado (*defendant*) (Ben-Shahar, 2004, p. 390).

Evidentemente, la *pro-defendant default rule* no es aplicable al *sandbagging* ya que las partes típicamente no suelen acordar negociar a futuro o, en general, incluir cláusulas de este tipo en M&A ya que un SPA por definición busca limitar la relación de las partes al menor tiempo posible.

Revisado los tres tipos de reglas supletorias contractuales, se concluye que el tipo de regla supletoria aplicable al *sandbagging* es la *majoritarian default rule* o *mimicking default rule*, por lo que en adelante cualquier referencia a regla supletoria debe entenderse como referida a este tipo en específico.

Establecido ello, una diferencia importante es la existente entre estándares y reglas. De acuerdo a Escobar, los sistemas legales establecen dos tipos de normas. Las reglas, las

³³ Ello es reconocido por los propios Ian Ayres y Robert Gertner al señalar: “*Finally, having shown that lawmakers will sometimes want to set defaults that encourage one or both parties to reveal information, we now should warn lawmakers that they should sometimes protect the private incentives to become informed. In some instances forcing parties to reveal information will undermine their incentives to obtain the information in the first place.*” (Ayres & Gertner, 1989, p.107).

cuales predefinen *ex ante* qué se debe hacer o qué no se debe hacer; y, los estándares, los cuales determinan *ex post* qué se debe hacer o qué no se debe hacer³⁴ (Escobar, 2020, p. 156).

Ahora, aplicado a disposiciones contractuales, la diferencia entre reglas y estándares es la descrita por Alan Schwartz y Robert Scott. De acuerdo a dichos autores, una regla contractual especifica el comportamiento requerido a las partes anticipadamente a sus acciones. En cambio, un estándar significa una autorización a las cortes de luego decidir si las acciones realizadas por las partes de un contrato ha satisfecho lo acordado en el contrato (Schwartz & Scott, 2016, p. 1526-1527).

Sencillamente, una cláusula contractual que establezca el comportamiento exigido de las partes antes de su ejecución es una regla. Por ejemplo, una cláusula que establezca que el comprador deberá pagar la suma de 1000 dólares al día siguiente de recibida la mercadería.

Por otro lado, una cláusula contractual que establezca algún término que implica que las cortes deberán decidir posteriormente si el comportamiento exigido contractualmente se cumplió luego de ejecutado el contrato es un estándar. Por ejemplo, una cláusula que establezca que el comprador deberá pagar la suma de 1000 dólares en un tiempo razonable de recibida la mercadería. Las cortes deberán determinar si ello fue así dependiendo del tipo de mercadería, el estándar de mercado, etc.

Como en toda decisión, optar por una u otra opción tiene sus costos y beneficios. El costo de una regla son los costos de negociación que implican producirla, pero su beneficio se encuentra en la predictibilidad que proporcionan y, con ello, la reducción de los costos de ejecución del contrato.

³⁴ “El sistema legal peruano establece dos tipos de restricciones a la libertad contractual: (i) restricciones basadas en reglas y (ii) restricciones basadas en estándares. La prohibición de cobrar intereses compensatorios a una tasa superior a la fijada por el Banco Central de Reserva del Perú constituye una restricción basada en una regla. La prohibición de actuar en contra el principio de buena fe constituye una restricción basada en un estándar” (Escobar, 2020, p. 156-157)

En cambio, un estándar significa bajos costos de negociación ya que es más sencillo que las partes lleguen a un acuerdo sobre un asunto que se definirá *ex post* por un juzgador. Sin embargo, su costo se encuentra en mayores costos de ejecución del contrato por la incertidumbre generada y la probabilidad de error del juzgador.

Por último, la eficiencia que tengan las reglas supletorias que se establezcan dependerán del contexto en que se apliquen. Contexto es un espacio económico integrado por partes con preferencias contractuales muy similares. Por ejemplo, los compradores y vendedores de leche o cereales, quienes utilizan el mismo tipo de contrato bajo términos de entrega y de almacenaje similar (Schwartz & Scott, 2016, p. 1527).

En consecuencia, si un contrato no especifica los términos de almacenaje ni el tiempo de entrega de cereal, la corte podrá integrar eficientemente el acuerdo mediante una regla supletoria siempre que esté condicionada en las mismas variables que habrían influenciado la decisión de las partes de haber lidiado con el asunto (Schwartz & Scott, 2016, p. 1527).

Justamente, siendo dichas variables los intereses que las partes comparten en un contexto, una regla supletoria que aplique los términos preferidos por los compradores de cereales difícilmente será compartida por los compradores de leche, por lo que su aplicación a estos últimos será ineficiente y significará costos de transacción para su pacto en contrario.

En otras palabras, la aplicación de una regla supletoria a un contexto específico suele significar su eficiencia. En cambio, la transcontextualidad suele ser ineficiente.

Por ello, las reglas supletorias transcontextuales tienen la tarea de introducir términos eficientes de acuerdo a los intereses de partes en varios contextos. La dificultad de introducir reglas supletorias transcontextuales es evidente, mientras más partes con intereses distintos se busca englobar bajo una regla, más probable es que los términos a introducirse no coincidan con sus preferencias y genere ineficiencias.

Lo relevante de ello es que los estándares suelen tender a lo transcontextual ya que expresiones como razonable o de acuerdo a los uso y costumbres les permite a los juzgadores evaluar el comportamiento de las partes en muchos contextos (Schwartz & Scott, 2016, p. 1528-1529).

No obstante, las partes en un contrato suelen no preferir los estándares transcontextuales ya que la amplia discreción que otorgan a los juzgadores incrementan los costos de ejecución del contrato, pero no reducen los costos de negociación (Schwartz & Scott, 2016, p. 1530).

Afortunadamente, a diferencia del derecho de los contratos general, el área de M&A y la adquisición de acciones mediante SPA enmarca un solo contexto. Puede que los compradores, vendedores y empresas *target* a transferirse pertenezcan a sectores económicos distintos. Sin embargo, se utiliza el mismo modelo de SPA, las mismas cláusulas, similares plazos de aseguramiento de *reps*, similar distribución de riesgos, etc.

Por lo tanto, una regla supletoria sobre *sandbagging* sí puede ser eficiente y reducir los costos de transacción entre las partes. La siguiente sección se enfocará en explicar cómo determinar dicha regla supletoria eficiente.

C. ¿Cómo determinar una regla supletoria eficiente?

Como se señaló, una regla supletoria debe encontrar el consentimiento hipotético de las partes, esto es incorporar al contrato una regla que las partes habrían pactado para completar el vacío de haberlo considerado. No obstante, ello no es una tarea sencilla.

La teoría económica ofrece dos formas de superar dicho obstáculo. Primero, en algunas ocasiones es posible definir estándares en el mercado, lo cual permite afirmar lo que las partes suelen pactar en dichas circunstancias.

Segundo, al ser maximizadores de beneficios, las partes tenderán a asignar costos y riesgos al que pueda asumirlos a menor costo³⁵, es decir en términos eficientes. Al reducirse los costos asumidos por ambas partes, la ganancia producida por el contrato se incrementa, lo cual incrementa su posibilidad de recibir una mayor porción de dicha ganancia³⁶.

En otras palabras, de no existir un estándar en el mercado sobre lo que partes habrían pactado, la regla supletoria a establecerse debe enfocarse en la eficiencia ya que las partes tenderán a acordar cláusulas con ese objetivo.

En ese sentido, Richard Posner señala:

Each party wants to maximize his gain from the transaction, and that is usually best done by agreeing to terms that maximize the surplus created by the transaction -the excess of benefits over costs, the excess being divided between the parties. Of course, each party will be concerned not with the absolute size of his share of it. But he will be more likely to maximize his share if there is enough surplus for the other party to do well also. Hence gap-filling rules based on notions of efficiency will tend to mimic the terms that the parties would have incorporated into their contract explicitly had they foreseen the gap and been unwilling to rely on the courts to fill it sensibly (Posner, 2007, p. 97).

Aplicando ello al *sandbagging*, en Delaware y New York en USA, existió una tendencia al *pro-sandbagging* en Delaware y New York, el cual fue disminuyéndose hasta que el silencio en el SPA sea la tendencia actual (Avery, 2020a, p.4). Ello coincidentemente

³⁵ Es más sencillo entender la afirmación de que las partes tenderán a distribuir riesgos y costos a la parte que pueda asumirlo a menor costo con un ejemplo. En un mundo sin derecho de los contratos, una persona está interesada en adquirir una piscina armable para sus hijos. Una vez contactado el fabricante, las partes suelen asignar el riesgo de pérdida o deterioro de la piscina al fabricante hasta la entrega del bien. Esto será así ya que el fabricante es quien tendrá control del bien desde su fabricación y durante el transporte del bien. De acordar lo contrario, esto es que será el comprador quién adquiere el riesgo, este tendrá que realizar el transporte el mismo, contratar un seguro o invertir recursos en formas de monitorear el transporte, lo cual tendrá un reflejo en la cantidad de dinero (reducción) que está dispuesto a pagar por la piscina. En cambio, el vendedor puede centralizar los costos de transporte de sus productos ya que siempre se mantiene en control de los mismos. En otras palabras, cuando los riesgos y costos no son asignados a la parte que los puede asumir a menor costo, existe un costo adicional que será transferido al precio del contrato. Ello llevará a que muchos individuos que no están dispuestos a asumir ese sobreprecio no celebren el contrato, lo cual significa una pérdida social por la menor cantidad de transacciones celebradas.

³⁶ Ello es independiente de la efectiva división de dicha ganancia ya que esto depende del poder negocial de ambas partes.

pasó durante las fechas en las que la jurisprudencia de ambos Estados se establecieron como *pro-sandbagging* pura y *pro-sandbagging* parcial, respectivamente.

En ese sentido, los porcentajes y conclusiones del estudio referido del American Bar Association³⁷ han sido explicados por Daniel Avery de la siguiente forma:

In the 2019 ABA study, 37% of the agreements included a pro-sandbagging provision, 4% of the agreements included an anti-sandbagging provision, and 59% of the agreements were silent on the issue. Looking at prior ABA studies, the number of deals with pro-sandbagging provisions dropped from a high of 56% in the 2005 study to a low of 35% in the 2015 study. In contrast, deals silent on sandbagging jumped from a low of 39% in the 2005 study to a current high of 59% in the 2019 study. (Avery, 2020a, p. 4).

Por otro lado, en Perú, de acuerdo a la firma internacional Garrigues, en el Perú existe una tendencia en los SPA a pactar una cláusula *pro-sandbagging*. En sus palabras:

Desde una perspectiva general, hay una tendencia importante a que los contratos de compraventa de acciones o activos se cierren aceptando una cláusula *pro-sandbagging*, enfocándose las discusiones principalmente en las declaraciones y garantías, la exención de responsabilidad de las materias reveladas en los anexos de revelaciones, y las limitaciones a las obligaciones de indemnización (Garrigues, 2020, p. 17).

Si bien en ambos casos son pruebas fuertes de una tendencia mayoritaria en el mercado de M&A a preferir una regla *pro-sandbagging*, al menos en el Perú y en USA -país que ha tenido la mayor influencia en el área a nivel nacional-, la falta de datos objetivos sobre las transacciones de M&A y los contratos utilizados o jurisprudencia al respecto no permite basarse únicamente en estos datos.

³⁷ “Every other year since 2005, the ABA has released its Private Target Mergers and Acquisitions Deal Point Studies. The ABA studies examine purchase agreements of publicly available transactions involving private companies. These transactions range in size but are generally considered as within the “middle market” for M&A transactions; the median transaction value within the 2019 study was \$145 million” (Avery, 2020a, p. 4)

En consecuencia, considerando que las partes habrían pactado la disposición más eficiente, debemos establecer qué regla supletoria reduce más costos de transacción mediante el análisis del *anti-sandbagging* y *pro-sandbagging*.

Sin perjuicio de ello, antes del análisis de los costos de transacción generados/reducidos por las reglas sobre *sandbagging*, en la siguiente sección se explicará la regla supletoria vigente en Delaware y New York y se analizará si existe una regla supletoria establecida sobre el *sandbagging* en el Perú.

III. LA REGLA SUPLETORIA SOBRE *SANDBAGGING* EN EL PERÚ Y USA

La presente sección se concentrará en las reglas supletorias existentes en USA - mediante el análisis de su jurisprudencia- y Perú -mediante la simulación de un ejercicio interpretativo/integrativo realizado por la doctrina existente- sobre el *sandbagging*.

En consecuencia, primero, se explicará cuál ha sido la lógica seguida por las cortes estadounidenses de Delaware y New York para definir una regla supletoria sobre *sandbagging*.

Segundo, se explicará los argumentos que la doctrina peruana ha seguido para proponer una regla supletoria sobre el *sandbagging*.

A. La regla supletoria sobre *sandbagging* en el *common law*

Como se dijo, en esta sección se describirá el análisis realizado por la jurisprudencia anglosajona de Delaware y New York sobre el *sandbagging*. Sin embargo, antes de hacer ello, es necesario comprender los conceptos subyacentes a dicho análisis.

A diferencia de los países del *civil law*, las *representations and warranties* fueron desarrolladas a partir de instituciones independientes en el *common law* llamadas

representations y *warranties*. Ambas de naturaleza distinta y, por ende, con consecuencias distintas de verificarse su incumplimiento.

Como se verá más adelante, es el entendimiento de las modernas *representations and warranties* en conflicto con la distinta naturaleza de ambas instituciones originales lo que termina por ser el centro del análisis realizado por las cortes anglosajonas sobre el *sandbagging*. Explicaremos brevemente estas figuras.

1. Las *representations* y *warranties* como figuras independientes

En primer lugar, las *representations* son una figura propia del *tort law*³⁸ en el derecho común. Esta figura consiste en todas las declaraciones (*statements*) o afirmaciones expresas o implícitas de un hecho pasado o presente que una parte realiza -antes o al momento de la celebración del contrato- a la otra parte con la finalidad de inducirla a celebrar el contrato.

Por ejemplo, una persona afirma a su amigo que su Nissan Skyline GT fue uno de los autos utilizados en el rodaje de la película *Fast and Furious* y por eso está requiriendo un alto precio por el mismo.

Las *representations* pueden realizarse sobre una generalidad de hechos antes de la celebración del contrato o al momento de celebrarse. Estas generalmente tienen la función de inducir a la contraparte a celebrar el contrato por lo que su utilización suele ser precontractual y no ser incluidas en el texto expreso del contrato.

No obstante, las consecuencias de verificarse su no veracidad son muy graves para las partes ya que, al haber inducido a una parte a celebrar el contrato, son sancionados con la

³⁸ El *tort law* o derecho de daños anglosajón llevado a los países bajo el *civil law* como Perú puede ser entendido como la responsabilidad civil extracontractual. Sin embargo, debe señalarse que el *tort law* – a diferencia de la responsabilidad extracontractual- puede llegar a cumplir una función punitiva y no solo reparativa. En consecuencia, el *tort law* tiene dos propósitos: i) el reparar a la víctima por la acción dañosa culpable a su status quo anterior a la ocurrencia del daño; y, ii) en algunos casos, en castigar al culpable con daños punitivos (*punitive damages*) que exceden los daños sufridos por el agraviado (West & Benton, 2009, p. 1007).

rescisión del contrato y los daños ocasionados por dicha rescisión. En consecuencia, de una parte realizar una *representation* y alegarse su no veracidad, la parte afectada podrá solicitar la rescisión del contrato celebrado y los daños sufridos por el *misrepresentation*.

Al verificarse un *misrepresentation*³⁹, se entra al campo del *common law fraud*, el cual tiene como requisito que la parte afectada debe probar *reliance* o confianza sobre la *representation* incumplida (West & Benton, 2009, p. 1013).

Normalmente, las partes en una transacción de M&A buscan evitar todo remedio distinto del pactado -especialmente, la anulación del contrato-, por lo que el origen de *tort law* de las *representation* es un riesgo que los abogados anglosajones buscan evitar.

Una transacción de M&A común implica muchos costos y decisiones que no pueden deshacerse como asesores legales, financieros, transferencia o venta de activos a terceros, reorganización de sociedades, toma de decisiones por el adquiriente de ya haberse cerrado la transacción, despidos, etc. Los costos de deshacer ello son altísimos. Reconociendo dicho peligro:

“The mere threat of a fraud or negligent misrepresentation claim can be used as a bargaining chip by a counterparty attempting to avoid the contractual deal that it made. Indeed, fraud and negligent misrepresentation claims have proven to be tough to define, easy to allege, hard to dismiss on a pre-discovery motion, difficult to disprove without expensive and lengthy litigation, and highly susceptible to the erroneous conclusions of judges and juries.” (West & Benton, 2009, p. 999)

En segundo lugar, debido a las dificultades que el uso de las *representations* origina en las partes, se implementó la utilización de las *warranties*, las cuales son promesas sobre la veracidad de un hecho a la celebración del contrato y/o en el futuro. A diferencia de las *representation*, las *warranties* son netamente contractuales.

³⁹ Existen tres tipos de *misrepresentation*: *fraudulent misrepresentation*, *negligent misrepresentation* e *innocent misrepresentation*. El *common law fraud* solo se refiere al *fraudulent misrepresentation* y *negligent misrepresentation*. El *fraudulent misrepresentation* se refiere al caso en que una *representation* ha sido realizada por una parte que conocía de su falsedad o no creía que fuera una *representation* verdadera; y, el *negligent misrepresentation* se refiere al caso en que una *representation* fue realizada sin tomar el debido cuidado en verificar que fuera verdadera o precisa o sin motivos suficientes para creer que era verdadera o precisa (Dosani, 2021, p. 4-6).

Al ser las *warranties*⁴⁰ parte del contrato, su incumplimiento solo gatilla a la parte afectada la posibilidad de demandar incumplimiento del contrato (*breach of contract*) y la obtención de daños por ello. No es necesario probar *reliance* y el conocimiento que pudo tener la parte que ofreció el *warranty* es indiferente, este aseguró un hecho y, de no verificarse, asume el costo económico de ese aseguramiento (Stark, 2006, p. 2)

Teniendo en cuenta las características de ambas figuras, los abogados estadounidenses buscaron la sinergia de ambas figuras al pactar una figura contractual distinta e independiente⁴¹, esto es la cláusula de *representations and warranties*⁴² (García, 2016, p. 273).

No obstante, junto a dicha sinergia, se arrastraron confusiones en relación a las características centrales de ambas figuras. Debido a la necesidad de *reliance* sobre la *representation* de reclamarse su incumplimiento, las cortes anglosajonas tuvieron que detenerse a analizar si el *sandbagging* era permisible o no ya que por definición el *sandbagging* significa algún conocimiento (efectivo o que pudo conocerse) del comprador sobre la falsedad de la *representation and warranty*.

⁴⁰ Las *warranties* son figuras principalmente reguladas dentro del *Uniform Commercial Code* y, en particular, en los contratos de *sale of goods* (venta de productos o mercancías), entre las cuales se encuentra el *warranty of merchantability*, *warranty of fitness for particular purpose*, *express warranty* y el *warranty of title* (García, 2016, p. 272).

⁴¹ “La inexistencia de un deber del vendedor de proporcionar información relevante al vendedor respecto de la cosa vendida y, consiguientemente, la ausencia de responsabilidad por la mera reticencia, así como las limitaciones de la responsabilidad extracontractual (*in tort*) por una representación falsa fuera de un contrato, hacen que el comprador requiera contar en el contrato y como parte de este con aseveraciones expresas respecto de las circunstancias de la empresa de las que requiere cerciorarse y por cuya existencia desea que el vendedor responda plenamente.” (Payet, 2009, p. 77)

⁴² La diferencia entre las modernas *representations and warranties* y las *representation* es clara. La segunda tiene como consecuencia la rescisión del contrato, no es incluida en el texto del contrato y no le es posible asegurar hechos futuros ya que ninguna parte puede representar aquello que no conoce. En cambio, las diferencias con las *warranties* no son tan claras. Las *warranties* sí son incluidas en el propio contrato y la consecuencia de su incumplimiento es el pago de daños. Incluso los SPA del Reino Unido (“UK”) evitan toda mención a la frase “*representation*” y solo se incluyen *warranties* en el cuerpo del contrato. Sin embargo, en estados unidos, puede resaltarse que las *warranties* son figuras propias del *Uniform Commercial Code* y que pueden ser usadas para asumir obligaciones y no solo aseguramientos de hechos sobre la transacción (Adams, 2015, p. 224). Ambas características difieren de las *representations and warranties* en M&A.

2. El sandbagging en el common law: Delaware

En consecuencia, debido a su origen, existía una confusión entre *representation*, *warranty* y *representation and warranty* en el derecho anglosajón, la cual se agravaba ya que eran utilizados como sinónimos por los abogados transaccionales en los contratos.

En un inicio, la *Superior Court of Delaware* mediante el caso *Kelly v. McKesson HBOC, Inc*⁴³ del año 2002 había establecido que -en aplicación de la ley de Delaware- el *reliance* es un prerequisite que el demandante debe probar para un reclamo por incumplimiento de *warranty*.

“According to sound Delaware law, a plaintiff must establish reliance as a prerequisite for a breach of warranty claim” (Kelly v. McKesson HBOC, Inc, 2002, p.9).

Sin embargo, en el 2003, la *Court of Chancery of Delaware* mediante el caso *Gloucester Holding Corp. v. U.S. Tape*⁴⁴ señaló expresamente que *“reliance is not an element of claim for indemnification” (Gloucester Holding Corp. v. U.S. Tape, 2003, p.10)*. De esta forma, se inicia la modernización del entendimiento de las *representations* y los *warranties* en Delaware con lo que sería denominado como *“contract approach”* o *“no reliance requeriment”* a diferencia del anterior *“tort approach”* o *“reliance requeriment”* (Whitehead, 2011, p.1108-1114).

⁴³ La controversia en el caso *Kelly v. McKesson HBOC, Inc* se origina por Judy Kelly, Harriette Owens Waldron, Scott Symons y Michael Putnick (demandantes), los cuales señalan que McKesson HBOC incumplió sus *representations*, *warranties* y obligaciones en el SPA y originó que los demandantes reciban menos acciones que las que debieron. Los demandantes habían fusionado sus empresas a McKesson y recibirían una cantidad de acciones de McKesson valorizados en 103.5 millones de dólares en base al promedio del precio de cierre de las acciones en la Bolsa de Nueva York en 10 días antes de la fecha del *closing*. La controversia se origina porque McKesson se habría fusionado con HBO Company antes del cierre de la primera fusión, pero -debido a las irregularidades contables y financieras de HBO- se habrían disminuido enormemente el precio de la acción después del cierre de la fusión de los demandantes. Las partes tranzaron por una suma confidencial.

⁴⁴ La controversia en el caso *Gloucester Holding Corp. V. U.S. Tape* se debió a que luego de que U.S. Tape and Sticky Products LLC adquiriera los activos de Gloucester, este descubrió contingencias no divulgadas por Gloucester en las negociaciones como: quejas de clientes por productos defectuosos, sobrecargos y devoluciones; contingencias ambientales por las emisiones de los equipos de revestimiento utilizados en la fabricación de cinta adhesiva y olores en su planta, lo cual llevó a la reducción de sus operaciones en un 50%; y por la no divulgación de todas las cuentas por pagar y gastos prepagados. En consecuencia, U.S. Tape demanda a Gloucester por haberlo inducido fraudulentamente a celebrar el contrato.

Luego, citando a *Gloucester Holding Corp. v. U.S. Tape*, la *Superior Court of Delaware* mediante el caso *Interim Healthcare, Inc. v. Spherion Corp*⁴⁵ del 2005 señaló que el *reliance* no es un elemento del incumplimiento de *warranty*.

Además, señaló que la extensión y calidad del *due diligence* realizado por el demandante no es relevante para determinar el incumplimiento de las *representations and warranties* acordadas en el contrato. El aseguramiento del vendedor de un hecho o circunstancia como cierta es suficiente para que el comprador descansa en ello, independientemente de lo que su *due diligence* pudo haber revelado.

“Reliance is not an element of [a] claim for indemnification [arising from a breach of contract [...]] It follows, then, that the extent or quality of plaintiffs' due diligence is not relevant to the determination of whether Spherion breached its representations and warranties in the Agreement. To the extent Spherion warranted a fact or circumstance to be true in the Agreement, plaintiffs were entitled to rely upon the accuracy of the representation irregardless of what their due diligence may have or should have revealed. In this regard, Spherion accepted the risk of loss to the full extent of its indemnification commitments in the event its covenants were breached.” (*Interim Healthcare, Inc. v. Spherion Corp*, 2005, p. 31 -32)

Más adelante, en 2007, la *Superior Court of Delaware* en el caso *Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enterprises, LLC*⁴⁶ concluyó que el *reliance* no era un requerimiento para reclamar contractualmente un incumplimiento de *representation and warranty*.

⁴⁵ La controversia en el caso *Interim Healthcare, Inc. v. Spherion Corp* es de extrema complejidad y duración. Para estos efectos, lo importante es que Spherion era una empresa que contaba con una división llamada Interim Healthcare, Inc. muy exitosa de cuidado de salud la cual brindaba servicios de terapia física, servicio de enfermería, y otros servicios relacionados en 45 estados de USA y algunas partes de Canadá. Por ello, Catamaran Acquisition Corp. y Cornerstone Equity Investors, IV L.P. (demandantes) adquirieron dicha división realizando auditorías y *due diligences* especializados en el servicio de cuidado de salud. Sin embargo, Interim recibía reembolsos por los costos asumidos por pacientes bajo el programa Medicare, pero estos fueron calculados erróneamente y se requirió una suma sustancial de devolución por Medicare que las partes no esperaban. Los demandantes alegaron incumplimiento de *reps* por falta de divulgación de contingencias anteriores al *closing* y el falso estado financiero de Interim que representaron. Los demandantes recibieron \$1,070,719.47 en daños.

⁴⁶ La controversia en *Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enterprises, LLC* inicia con la transferencia de WRMF la cual era una estación de radio localizada en Florida a favor de Cobalt por US\$ 70 millones -el precio del contrato se basaba en la multiplicación del flujo de efectivo de US\$ 5 millones por catorce. Cobalt demandó a Crystal por fraude e incumplimiento de *representations and warranties* sobre los estados financieros ya que no era posible sacar al aire la cantidad de anuncios que Crystal vendía para llegar a dicho flujo de efectivo, por lo que no era posible cobrar por los mismos y mantener dicho flujo. Cobalt logró probar que Crystal había cometido fraude e incumplido las *reps* ofrecidas en el contrato.

Además, la corte consideró que un *due diligence* es costoso, por lo que las *reps* -en cumplimiento de su función de distribución de riesgos- minimizan la necesidad del comprador de verificar cada aspecto del *target*.

“For another thing, Cobalt’s breach of contract claim is not dependent on a showing of justifiable reliance. That is for a good reason. Due diligence is expensive and parties to contracts in the mergers and acquisitions arena often negotiate for contractual representations that minimize a buyer’s need to verify every minute aspect of a seller’s business. In other words, representations like the ones made in the Asset Purchase Agreement serve an important risk allocation function” (Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enterprises, LLC, 2007, p. 57).

Sin embargo, la calidad de precedente de *Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enterprises, LLC* ha sido cuestionada ya que i) el contrato contaba con una cláusula que establecía que las *representations and warranties* no serían afectadas por las investigaciones o *due diligence* (ya sea por información encontrada o dejada de encontrar); y, ii) el vendedor intencionalmente ocultó información y dio explicaciones engañosas a los requerimientos por inconsistencias descubiertas por el comprador (Chase, 2020, p. 1671-1672).

En cualquier caso, hasta este momento, los abogados anglosajones consideraban a Delaware como un ordenamiento con una regla supletoria marcadamente *pro-sandbagging*.

En Delaware, el *reliance* no es un requisito para plantear un reclamo indemnizatorio por incumplimiento de *rep*; y, el conocimiento que pudo obtener el comprador no es relevante para la obtención de un reclamo indemnizatorio por incumplimiento de *rep*, sin importar el alcance o especialización del *due diligence*⁴⁷ realizado. Por lo tanto, se entendía que el comprador podía realizar *sandbagging* sin ningún inconveniente, salvo pacto en contrario.

Ahora, se debe resaltar que la jurisprudencia de Delaware hasta este momento no resuelve directamente un caso sobre *sandbagging*. No se ha discutido un caso en el que el comprador tenía conocimiento efectivo antes del *closing* de un incumplimiento de *rep*. Solo

⁴⁷ Ello surge del caso *Interim Healthcare, Inc. v. Spherion Corp* ya que los comprador realizaron extensos y especializados *due diligence* e investigaciones por expertos en el sector de cuidados de salud, pero no lograron obtener conocimiento de las devoluciones que sufriría Interim en el futuro.

se descartó el *reliance* y la afectación del derecho de reclamo del comprador por la información que pudo conocer mediante el *due diligence*.

De esta forma, las cortes únicamente plantearon una postura sobre el impacto que tiene el conocimiento que pudo obtenerse en la facultad de reclamar incumplimiento de *rep*. En los casos resueltos en Delaware, los vendedores alegaban que no podía cumplirse el *reliance* necesario ya que los compradores realizaron procesos de *due diligence* muy sofisticados, por lo que debieron haber conocido esos incumplimientos.

Sin embargo, se originaron dudas sobre la verdadera postura *pro-sandbagging* de las cortes de Delaware debido al reciente caso *Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell*⁴⁸ del 2018. En este caso, la controversia resuelta por la *Supreme Court of the State of Delaware* giraba en torno a la determinación de la existencia de un complejo acuerdo financiero entre las partes y no sobre el *sandbagging*.

Sin embargo, debido a la existencia de una sección de *representations and warranties* en dicho contrato y el conocimiento de ambas partes del incumplimiento de las mismas, los jueces sí evaluaron la jurisprudencia sobre *sandbagging* de Delaware y New York y manifestaron en una nota a pie de página que:

“We acknowledge the debate over whether a party can recover on a breach of warranty claim where the parties know that, at signing, certain of them were not true. Campbell argues that reliance is required, but we have not yet resolved this interesting question.” (Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell 2018, p.26)

En consecuencia, los abogados transaccionales estadounidenses actualmente están en duda sobre la antes sólida norma supletoria *pro-sandbagging* de Delaware (Chase, 2020, p. 1665).

⁴⁸ En el caso *Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell* la controversia se concentraba en definir la formación o no de un complejo acuerdo financiero (*contribution agreement*) ya que existían secciones incompletas o dejada entre corchetes. En particular, en relación al *sandbagging*, el contrato cuya existencia se discutía tenía una sección en la que se representaba y garantizaba que una parte entregaría los *securities* de las compañías *target* a la fecha de cierre, a pesar de que este no era titular de dichos *securities* a la fecha de firma y ambas partes conocían de ello, por lo que se evaluó si la contraparte podría reclamar por incumplimiento de dicho *rep* debido a su conocimiento de ello (Cleary, 2019, p. 831-832).

3. El *sandbagging* en el *common law*: *New York*

A diferencia de Delaware, New York sí ha resuelto directamente sobre el *sandbagging* y ha planteado una posición *pro-sandbagging* parcial. En otras palabras, se permite el *sandbagging*, pero bajo ciertas restricciones.

El caso central es *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.* en 1990 por la *Court of Appeals of the State of New York* el cual estableció que el *reliance* requerido para un reclamo por incumplimiento de *representation and warranty* sobre los estados y reportes financieros⁴⁹ de la empresa no debía ser entendido como la tradicional “confianza” (*reliance*) sobre su veracidad, sino como confianza en el aseguramiento adquirido del vendedor y su condición de ser parte de la negociación y acuerdo entre las partes.

La inclusión de una *representation and warranty* expresamente en el contrato debe ser entendido como parte del “*bargain between the parties*” como un aseguramiento objetivo, el cual no requiere confiar en su veracidad para que su incumplimiento sea reclamable.

“This view of “reliance” — i.e., as requiring no more than reliance on the express warranty as being a part of the bargain between the parties — reflects the prevailing perception of an action for breach of express warranty as one that is no longer grounded in tort, but essentially in contract” (CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co., 1990, p. 4).

La particularidad de este caso es que CBS analizó e investigó la información financiera de Ziff-Davis y le comunicó su creencia sobre el incumplimiento de las *reps* financieras ofrecidas por Ziff-Davis cuatro días antes del *closing*.

⁴⁹ En el caso *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.*, CBS adquirió el negocio de revistas de consumo de Ziff-Davis por US\$ 362,500,000 mediante un *binding bilateral purchase agreement*. En dicho acuerdo se ofrecieron *representations and warranties* sobre la conformidad de los estados y reportes financieros con los principios GAAP, que no había existido un MAC después del 31 de julio de 1984 y que representaban la situación financiera, ingresos y gastos de los negocios transferidos (*CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.*, 1990, p. 2).

La respuesta de Ziff-Davis fue negativa ya que este creía que todas las condiciones - existía un *bring-down condition* sobre la veracidad de las *reps* a la fecha de cierre- para el cierre del contrato se habían cumplido y manifestó que de CBS no proceder al cierre del contrato, este reclamaría sus derechos y remedios por ley.

En consecuencia, CBS manifestó que existía una disputa entre las partes, pero que cerrará el contrato por el tiempo y dinero invertido en la transacción. Ambas partes procedieron a cerrar el contrato, pero señalando expresamente que no renunciaban a sus derechos o defensas bajo el contrato (CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co., 1990, p. 2).

En otras palabras, CBS conoció que las *reps* ofrecidas por Ziff-Davis son falsas antes del *closing* del contrato y, luego del cierre, procedió a reclamar el incumplimiento de las *reps* financieras del vendedor. Sin perjuicio de eso, la corte falló a favor del demandante y declaró que el derecho de reclamo del comprador no se ve afectado ni el vendedor se ve liberado de su responsabilidad por el conocimiento de CBS sobre el incumplimiento de *reps* antes del cierre del contrato.

“The express warranty is as much a part of the contract as any other term. Once the express warranty is shown to have been relied on as part of the contract, the right to be indemnified in damages for its breach does not depend on proof that the buyer thereafter believed that the assurances of fact made in the warranty would be fulfilled. The right to indemnification depends only on establishing that the warranty was breached [...] If, as is allegedly the case here, the buyer has purchased the seller's promise as to the existence of the warranted facts, the seller should not be relieved of responsibility because the buyer, after agreeing to make the purchase, forms doubts as to the existence of those facts” (CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co., 1990, p. 4)

Luego, en 1992, la *United States Court of Appeals (Second Circuit)* en el caso *Galli v. Metz*⁵⁰ aclaró los alcances de la regla establecida en *CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co.*

⁵⁰ En el caso *Galli v. Metz* se celebró un contrato de compraventa de acciones por la empresa Betuna Corporation y sus subsidiarias (Petroleum Corp. y Pulver-Simmons-Mulhern, Inc.) entre James T. Metz y Kathleen M. Metz como compradores y Frank A. Galli, Una G. Galli, John D. Yeager and Elizabeth M. Yeager como vendedores. La controversia se origina por incumplimiento de *representations and warranties* otorgadas por los vendedores sobre Betuna y las subsidiarias, reclamos tributarios y reclamos de terceros y por la negativa de Metz de pagar parte del precio acordado por los incumplimientos referidos (*Galli v. Metz*, 1992, p 1-2).

En este caso, el vendedor (Galli) otorgó a Metz (comprador) *representations and warranties* sobre la no existencia a su conocimiento de algún hecho o reclamo que pueda afectar adversamente la empresa y sobre el no sometimiento de propiedad o activos de la empresa a gravámenes. Sin embargo, existió un incumplimiento de estas *reps* por la verificación de una contingencia ambiental ya bajo litigio y un gravamen sobre una cuenta por cobrar de una de las empresas subsidiarias.

La corte cuestionó la aplicación de *CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co* ya que en este caso no existía una controversia sobre el incumplimiento de las *reps* ya que el vendedor alegaba haber comunicado directamente esos incumplimientos al comprador antes del *closing*. En ese sentido, la Corte estableció que cuando las partes conocen y están seguras de un incumplimiento de *rep* y este ha sido comunicado por el vendedor, el comprador ha renunciado a su derecho de reclamar una indemnización *post-closing*.

“While Zif-Davis does curtail the role of reliance in breach of warranty actions, the case is of limited value to Metz. In Zif-Davis, there was a dispute at the time of closing as to the accuracy of particular warranties. Zif -Davis has far less force where the parties agree at closing that certain warranties are not accurate. Where a buyer closes on a contract in the full knowledge and acceptance of facts disclosed by the seller which would constitute a breach of warranty under the terms of the contract, the buyer should be foreclosed from later asserting the breach. In that situation, unless the buyer expressly preserves his rights under the warranties (as CBS did in Zif-Davis), we think the buyer has waived the breach.” (Galli v. Metz, 1992, p. 5)

A su vez, la Corte mostró su inclinación por preservar los derechos de reclamo del comprador de ser el hecho que gatilla el incumplimiento de *reps* de conocimiento público o comunicado por un tercero. En ese caso, la Corte señala que es posible haber adquirido las *representations and warranties* como seguros contra futuros reclamos.

“However, the possibility lingers that the district court found only that the Catskill problem was common knowledge. In that event, it is possible that a third person disclosed the problems to Metz and that Metz purchased the sellers' warranty as insurance against any future claims. Then, under Zif -Davis, Metz would have a strong argument.” (Galli v. Metz, 1992, p. 5-6)

En el caso *Rogath v. Siebenmann*⁵¹ en 1997, la *United States Court of Appeals (Second Circuit)* enfatizó la importancia de la fuente del conocimiento de un incumplimiento de *rep*. Citando a *Galli v. Metz*, se estableció que si el conocimiento se obtiene por persona distinta al vendedor, ya sea un tercero o conocimiento público, el comprador sí podrá reclamar una indemnización (Cole, 2016, p.450).

En consecuencia, del vendedor haber comunicado al comprador antes del cierre el incumplimiento de un *rep*, el comprador habrá renunciado a su derecho de reclamar una indemnización *post-closing* por dicho incumplimiento, salvo que preserve sus derechos expresamente. En palabras de la Corte:

“In short, where the seller discloses up front the inaccuracy of certain of his warranties, it cannot be said that the buyer — absent the express preservation of his rights — believed he was purchasing the seller's promise as to the truth of the warranties. Accordingly, what the buyer knew and, most importantly, whether he got that knowledge from the seller are the critical questions.” (Rogath v. Siebenmann, 1997, p. 4)

Por último, la aplicación de la lógica anterior se ve confirmada en el área de M&A en el caso *Gusmao v. GMT Group, Inc*⁵² del 2008. La *United States District Court* aplicó y citó la lógica de los casos antes referidos, especialmente *Rogath v. Siebenmann*, manifestando la prevalencia del reclamo del comprador siempre que el vendedor no sea la fuente del conocimiento del incumplimiento.

⁵¹ En el caso *Rogath v. Siebenmann* se adquirió un cuadro llamado “Self Portrait” supuestamente pintado en 1972 por el pintor inglés, Francis Bacon. Al momento de celebrar el contrato, Siebenmann aseguró (“warranted”) que era el único propietario de la pintura y que no había cuestionamientos sobre su autenticidad. La controversia giraba en torno al incumplimiento de esas *reps* ya que Marlborough Gallery y otros expertos en arte habían manifestado sus dudas sobre la autenticidad de la pintura a Siebenmann. Este último alegaba haber comunicado ello oralmente a Rogath y, a su vez, Rogath negaba haber conocido esos cuestionamientos. Lo comunicado por Siebenmann a Rogath antes del *closing* era el centro de la controversia (*Rogath v. Siebenmann*, 1997, p. 1-5).

⁵² En el caso *Gusmao v. GMT Group, Inc* se transfirió la empresa Vigo Remittance Corporation (“Vigo”), la cual se dedicaba a proveer servicios de transferencia internacional de dinero. Sin embargo, la controversia se originó por la negativa del comprador (GMT Group) de liberar fondos retenidos en *escrow* por la existencia de reclamos de terceros hasta por el monto de 2 millones de dólares. En particular, se discutía si había un incumplimiento de las “contractual warranties” otorgadas por el vendedor ya que Vigo parecería haber quebrantado normas federales y participar en el mercado negro cambiario en sus actividades en Brasil.

Dicho ello, la norma supletoria aplicada por ausencia de pacto sobre el *sandbagging* en New York es:

“Unless there is an effective pro-sandbagging clause in the M&A agreement, a purchaser’s knowledge prior to closing of a breach of a representation, warranty or covenant contained in a M&A agreement will prevent that purchaser from seeking damages or indemnification post-closing if the purchaser is aware of such breach as a result of the vendor’s disclosure” (Brennan citado en Cole, 2016, p. 450).

B. La regla supletoria sobre *sandbagging* en el *civil law*: Perú

Como se ha señalado, a diferencia de los países anglosajones, las cortes peruanas no han emitido jurisprudencia sobre casos de *sandbagging*. Ni el código civil ni la ley general de sociedades tienen prevista ninguna disposición al respecto. A su vez, no es posible analizar laudos arbitrales debido a su carácter confidencial. El *sandbagging* es una figura bastante sofisticada que no ha encontrado mención en nuestra legislación.

En consecuencia, la principal fuente de desarrollo del *sandbagging* en nuestro país son sus operadores jurídicos mediante la aplicación e interpretación/integración de las normas y principios, lo cual es plasmado en la doctrina creada en base a ello.

Dicho ello la posición en los autores peruanos que han escrito al respecto es proponer el *anti-sandbagging* como regla supletoria aplicable en los casos de silencio en el SPA. Existen tres posturas que son necesarias de señalar:

1. *Anti-sandbagging*: postura de Granda & Bosshard

En primer lugar, Granda & Bosshard proponen una regla supletoria *anti-sandbagging* a partir de la interpretación de nuestro Código Civil que, en pocas palabras, es fundamentada mediante el principio de identidad y la teoría de los vicios ocultos.

En su opinión, mediante el principio de identidad⁵³, se establece la obligación a favor del comprador que se le entregue una compañía con las especificaciones pactadas. El comprador tiene derecho a que el vendedor le entregue una compañía que cumpla con las características ofrecidas ya sean de flujo de efectivo, *reps*, etc.

Sin embargo, ello se ve atemperado por los vicios ocultos y las normas que los regulan. La definición de vicios ocultos que utilizan la da Vládik Aldea como “toda imperfección existente sobre el bien transferido, que lo hace inadecuado para el propósito de su adquisición” (Aldea como se citó en Granda & Bosshard, 2018, p.183).

El Código Civil limitó el alcance del saneamiento de los vicios ocultos en el artículo 1504⁵⁴ al excluir a aquellos que una diligencia razonable habría llevado a conocer dependiendo de la aptitud personal y circunstancias del adquirente. Estos son los vicios aparentes.

En este sentido, dependiendo de la cantidad de información revelada por el vendedor y junto a la diligencia requerida a un comprador especializado -como lo son las participantes de estas transacciones-, la mayoría de los incumplimientos serían vicios aparentes y, en consecuencia, no indemnizables (Granda & Bosshard, 2018, p.185). Los autores concluyen que al ser la mayoría de vicios no indemnizables la regla supletoria aplicable es de *anti-sandbagging*.

En otras palabras, de existir silencio en el SPA sobre el *sandbagging*, la postura de Granda & Bosshard es que este reclamo debe ser denegado en la mayoría de casos pues la especialización en el mercado del adquirente y las múltiples diligencias que tiene un comprador promedio calificarían dicho “vicio” como aparente y, por ende, no protegido por la ley.

⁵³ Este principio propio de las obligaciones está contenido en el artículo 1132.- El acreedor de bien cierto no puede ser obligado a recibir otro, aunque éste sea de mayor valor.

⁵⁴ Artículo 1504.- No se consideran vicios ocultos los que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias.

2. *Anti-sandbagging*: postura de Saavedra

Dentro de un artículo escrito por Granda y Saavedra, este último plantea una posición distinta en cuanto a su fundamentación, pero concluye también que en el Perú se aplica una regla supletoria de *anti-sandbagging*.

Saavedra argumenta que el comprador está imposibilitado de exigir la reparación de los daños ocasionados ya que han sido consecuencia de su propia conducta⁵⁵, lo que lo obliga a asumir el riesgo y los eventuales costos de sus decisiones. (Granda & Saavedra, 2015, p.2)

De esta forma, del comprador plantear un reclamo *post-closing* por incumplimiento de *reps* utilizando conocimiento adquirido antes del cierre, esta postura nos llevaría a concluir que ese reclamo debe ser denegado ya que es su propio actuar al no comunicar dicho conocimiento antes del cierre lo que terminaría por ocasionarle un daño a sí mismo.

El comprador era el agente con la mejor capacidad para preverlo y reducir el impacto del daño futuro. En este caso, al comprador no cumplir con su deber de mitigación de daños y al no comunicar el conocimiento de ese incumplimiento por elección, este no podrá recibir una indemnización por dicho incumplimiento de *rep*.

3. *Anti-sandbagging*: postura de De la Piedra

Por último, Ricardo de la Piedra se apoya en el mismo razonamiento de Granda y Bosshard sobre los vicios ocultos/aparentes y el deber de mitigación de Saavedra para afirmar que el Código Civil peruano ha adoptado una tendencia *anti-sandbagging*. En su opinión, los artículos 1326, 1327, 1503 y 1504 del Código Civil le exigen al comprador comportarse de manera diligente, por lo que le imposibilitarían exigir una indemnización por daños ocasionados por su propia conducta (De la Piedra, 2018, 5-7).

⁵⁵ Artículo 1326.- Si el hecho doloso o culposo del acreedor hubiese concurrido a ocasionar el daño, el resarcimiento se reducirá según su gravedad y la importancia de las consecuencias que de él deriven.
Artículo 1327.- El resarcimiento no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria, salvo pacto en contrario.

En conclusión, en el Perú existe una clara inclinación *anti-sandbagging* de la doctrina existente. En opinión de los autores citados, las instituciones de derecho civil en el Perú no permitirían el *sandbagging*, salvo las partes incluyan un pacto en contrario. En otras palabras, en su opinión, se aplicaría una regla supletoria *anti-sandbagging* en el Perú.

Sin perjuicio de lo señalado, lamentablemente, solo existen 3 artículos/*papers* cortos sobre la regla supletoria en el Perú. Además, el fundamento en que estos se han basado son distintos, ya sea mediante la doctrina de los vicios ocultos, cuya aplicación a la empresa o bienes representados por las acciones es muy discutida, y en el deber de mitigación, el cual sí es aplicable, pero consideramos que existen matices a considerar.

Por lo tanto, no podríamos afirmar la existencia de una regla supletoria *anti-sandbagging* clara y establecida, la cual permitiría a los árbitros resolver una controversia sobre *sandbagging* sin mayor dificultad.

Dejando de lado los vicios ocultos y el deber de mitigación, la aplicación de figuras como el error, dolo, y la buena fe al *sandbagging* no ha sido desarrollada, por lo que dependiendo de la argumentación de las partes en el arbitraje y lo pactado en el contrato, puede implicar resultados impredecibles en el laudo.

Además, lamentablemente, si bien la doctrina tiene un importante valor como fuente de derecho⁵⁶, esta no podría generar una regla establecida sobre alguna materia, como sí lo haría la legislación o la jurisprudencia.

⁵⁶ “La doctrina suple todas estas limitaciones, y a veces deficiencias de la legislación. Como hemos dicho en la definición inicial, ella cumple diversas funciones que son:

1. Describir, es decir, mostrar ordenadamente lo que en la legislación puede estar diseminado en leyes distintas y otras disposiciones de diversas épocas.
[...]
2. Explicar, es decir, hacer comprensible lo que del texto legislativo parece, en principio, inentendible.
[...]
3. Sistematizar, es decir, organizar según sus peculiaridades y características el orden jurídico de tal forma que cada norma tenga su lugar, su contexto y su interconexión con otros.
[...]

Ahora, salvo para materia de control de concentraciones, el área de M&A no es materia de regulación por parte de la legislación. Por otro lado, la jurisprudencia estadounidense sí desarrolla reglas sobre M&A y, en específico, sobre *sandbagging*, pero ello no es así en el Perú ya que el arbitraje es el medio de solución de controversias preferido para el área.

Si bien el arbitraje a la fecha mantiene su confidencialidad, recientemente existen esfuerzos para estandarizar la jurisprudencia arbitral a partir de la publicación de los laudos arbitrales⁵⁷. Sin embargo, aún no podría hablarse de jurisprudencia arbitral estandarizada en materia de M&A.

Teniendo ello en cuenta, en el último capítulo de la presente investigación se realizará el mismo ejercicio de interpretación/integración que un juzgador realizaría sobre las instituciones de derecho civil nacional que la doctrina peruana ha realizado. Sin embargo, como se verá en dicho capítulo, se concluirá que las instituciones civiles nacionales establecen una regla supletoria *pro-sandbagging* parcial.

4. Criticar y aportar soluciones, es decir, mostrar las deficiencias, incoherencias y eventuales contradicciones de las normas legislativas y brindar soluciones posibles a los problemas de este tipo que se produzcan.” (Rubio, 2020, p. 202-206)

⁵⁷ Por ejemplo, la Cámara de Comercio Internacional (ICC) determinó en su “*Note to Parties and Arbitral Tribunal on the Conduct of the Arbitration under ICC Rules of Arbitration*” (párrafos 40-46) que las partes y los árbitros en arbitrajes bajo la ICC aceptan que los laudos que sean realizados después del 1 de enero de 2019 serán publicados. Dichos laudos serán publicados en totalidad dos años después de notificados, las partes pueden acordar por un plazo más corto o largo de esa publicación. Actualmente, muchas instituciones arbitrales alrededor del mundo están estableciendo la transparencia y publicación de sus laudos, incluso la Cámara de Comercio de Lima.

CAPÍTULO III: M&A 101. UNA BREVE EXPLICACIÓN SOBRE EL PROCESO TRANSACCIONAL, LAS *REPRESENTATIONS AND WARRANTIES* Y LA PROPIEDAD

Hasta este punto, se ha explicado qué es el *sandbagging*, los contratos incompletos y las reglas supletorias eficientes. Además, se ha desarrollado las reglas supletorias existentes en USA (Delaware y New York) y en Perú y se concluyó que no existe una regla supletoria establecida, solo una tendencia *anti-sandbagging* de la doctrina.

En ese sentido, antes de proseguir a explicar los costos de transacción que la falta de una regla establecida sobre *sandbagging* y la tendencia *anti-sandbagging* están generando, es necesario explicar el proceso de una transacción de M&A, la estructura del contrato de compraventa de acciones y la propiedad desde la teoría económica.

No es posible realizar un análisis completo y profundo del *sandbagging* sin conocer el área de M&A en términos generales y las distintas particularidades que presenta debido a su especialización.

I. EL PROCESO TRANSACCIONAL EN M&A

Como puede suponerse, el proceso inicia con un vendedor⁵⁸ interesado en transferir su empresa o un comprador⁵⁹ interesado en adquirir una empresa en concreto.

⁵⁸ Un vendedor puede estar interesado en vender la empresa *target* debido a, entre otros, los siguientes motivos: a. edad del fundador o potencial sucesión del control de la empresa, b. ciclo de vida del negocio; c. motivos económicos, financieros o falta de liquidez ante insolvencia; d. oferta inesperada de potencial comprador en términos favorables (Arata & Cáceres, 2019, p. 112 – 113).

⁵⁹ El comprador puede estar interesado en adquirir una empresa *target* ya sea para i) obtener una sinergia, ii) obtener una eficiencia productiva o reducción de costos; iii) adquirir un activo o tecnología concreta; iv) crecimiento de cuota en el mercado, diversificación de líneas de negocio o mejoramiento de posición frente a la competencia; v) ingreso a un mercado extranjero determinado; vi) obtención de mayor capacidad de endeudamiento; o, vii) beneficios tributarios.

Típicamente, el proceso de una transacción de M&A sobre una empresa *target* no listada en bolsa está dividido en las siguientes etapas: i) etapa preliminar; ii) *due diligence*; iii) negociación; iv) cierre de la transacción; y, v) post-closing.

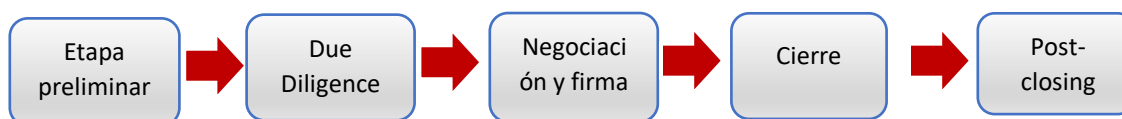


Gráfico extraído de Arata & Cáceres, 2019, p. 113.

A. Etapa Preliminar

En primer lugar, el objetivo central de una transacción de M&A es adquirir el dominio societario o toma de control de la empresa *target* (Álvarez, 2010, p.56). Dicho dominio societario puede ser adquirido de múltiples formas. No existen formas estrictas ya que ello dependerá de la transacción en específico, pero las formas típicas son las siguientes: una compraventa de acciones, una compraventa de activos, un aumento de capital; o, una fusión, escisión u otra reorganización societaria.

Ahora, al ser el objeto de estudio de esta investigación el *sandbagging*, nos concentraremos en el contrato de compraventa de acciones ya que es la forma que incluye la mayor cantidad de *representations and warranties*. Ello se debe a que la adquisición de acciones significa adquirir la empresa en un bloque completo⁶⁰, por lo que se obtendrá un porcentaje significativo de la totalidad de los activos y pasivos de la *target*.

Dicho ello, como se mencionó, las empresas no son un objeto simple de transferir. Su transferencia requiere que las partes realicen estimaciones sobre el valor de la empresa y se distribuyan riesgos entre ellas sobre las potenciales contingencias o circunstancias futuras de la empresa *target*.

⁶⁰ En sentido estricto, la adquisición del control de la empresa *target* no siempre significa la adquisición de la totalidad de las acciones de esta. En muchas transacciones se mantiene al vendedor como un accionista minoritario de la *target*. Este tipo de transacciones requieren la celebración de un convenio de accionistas que regule la relación entre los accionistas ya sea sobre derechos de salida de los minoritarios, derechos de *tag-along* y *drag-along*, política de dividendos, etc.

Por ello, los objetivos de las transacciones de M&A pueden ser resumidas de la siguiente forma:

El principal reto de los abogados de M&A (*transactional lawyers*) es determinar cuál es el valor de la compañía, a qué precio podrá ser vendida y cuáles serán las responsabilidades que asumirán las partes. Estos son los principales objetivos de los *deals* de M&A (García, 2016, p. 29).

Entonces, en ese marco, el primer paso que las partes toman es su mutuo acercamiento. Normalmente, al ser empresas *target* privadas, ambas partes recurrirán a asesores financieros o bancos de inversión que les faciliten el contacto con un vendedor/comprador sobre la empresa *target* en cuestión, de acuerdo a sus intereses.

Se facilitará al comprador información⁶¹ sobre la empresa *target*. Suficiente para que este pueda definir su interés de proseguir con la transacción y enviar su Oferta No Vinculante junto a su valoración estimada⁶² de la empresa.

La Oferta No Vinculante – a veces llamada *Memorandum of Understanding* o *Letter of Intent*⁶³ - será una comunicación en la que se manifieste la intención del comprador de adquirir el control de la empresa *target* y los términos en que considera adecuada la transacción.

⁶¹ Los asesores o intermediarios normalmente presentarán al comprador o al vendedor, según el caso, la sistematización de información de la empresa *target* cuya transferencia es potencial. Estos sistematizarán información sobre: la posición de la *target* en su industria y proyecciones de crecimiento; datos sobre ventas, activos y valor de mercado; aspectos financieros y contables de la empresa; y, administración y cultura organizacional de la *target* (Arata & Cáceres, 2019, p. 114).

⁶² El equipo financiero del comprador valorizará la compañía objetivo a partir de la comparación de los estados financieros proyectados de la *target* con especial consideración a los flujos de caja con el objetivo de obtener el desempeño futuro de la compañía y la aplicación de un método de valorización para obtener un estimado del valor actual de la *target*. La metodología más utilizada es el modelo de flujo de caja descontado mediante el cual se define el valor de la *target* a partir del flujo de caja generado por la *target*, descontándose impuestos y una tasa de retorno por los riesgos vinculados a dicho flujo (Ossio & Trelles, 2018, p. 142 - 145).

⁶³ Si bien existen diferencias en teoría, en la práctica, tanto la Oferta No Vinculante, LOI y el MOU son utilizados de forma indistinta como documentos negociales preparatorios. En la teoría, el Letter of Intent no requiere de la firma de la parte receptora de la propuesta ya que simplemente es una comunicación manifestando la intención de una de las partes. En cambio, el Memorandum of Understanding sí suele constituir un acuerdo entre las partes por lo que debe ser suscrito por ambas para tener un significado comercial o jurídico, dependiendo del caso (Amiel, 2011).

En extremo resumen, las Ofertas No Vinculantes suelen manifestar términos sobre los siguientes puntos: la estructura de la transacción, el porcentaje de acciones a adquirirse, una cláusula de no vinculatoriedad⁶⁴, el precio estimado o un rango de precio, el plazo de duración de la negociación, la exclusividad de negociación, los términos del *due diligence* a realizarse, confidencialidad, penalidades por ruptura injustificada de tratativas, y un convenio arbitral para resolver cualquier controversia surgida entre las partes (Arata & Cáceres, 2019, p. 116 - 117).

Ahora, muchos de los asuntos antes mencionados son considerados un acuerdo vinculante entre las partes como el convenio arbitral, las penalidades y la confidencialidad.

En países de *civil law* como el Perú, las partes suelen tener extremo cuidado de la utilización de estos documentos negociales preparatorios ya que, dependiendo del avance de las negociaciones y la completitud de los términos del SPA descritos en ellos, podrían interpretarse que han celebrado un contrato definitivo⁶⁵ y sujeto a ejecución forzada.

Sin perjuicio de eso, estos documentos negociales preparatorios permiten a las partes avanzar en el proceso de la transacción de M&A y representar el avance de las tratativas.

B. Due Diligence

Ya encaminada la transacción de M&A, antes de iniciar las negociaciones, es necesario que el comprador produzca información sobre la empresa *target* para definir y

⁶⁴ En términos de derecho civil, respecto a la cláusula de no vinculatoriedad, estamos ante un supuesto de inexistencia del negocio jurídico ya que las partes decidieron no dar su manifestación de voluntad para celebrar un contrato. De conformidad con el artículo 140 del Código Civil, no habrá acto jurídico sin voluntad (García, 2018, p. 204). El objetivo de las partes con dicho pacto es restringir la interpretación que un futuro intérprete (juez o árbitro) tenga que realizar

⁶⁵ Otra forma adicional a la cláusula de no vinculatoriedad para evitar que el acuerdo vincule a las partes el acuerdo de una formalidad para el contrato definitivo. De esta forma, el pacto expreso de una formalidad impediría toda interpretación sobre el carácter no vinculatorio de un documento negocial preparatorio. Teniendo en cuenta los artículos 140 numeral 4, 219 numeral 6 y 1411 del Código Civil, el acordar que se requiere de un documento por escrito distinto al mismo documento negocial preparatorio para celebrar el contrato definitivo sería una formalidad indispensable, bajo sanción de nulidad, para la celebración del SPA (García, 2018, p. 210)

negociar los términos del contrato. Recordemos que, a diferencia del vendedor, el comprador es extraño a las características y circunstancias en que se encuentra la empresa *target*. Solo ha contado con información suficiente para definir su interés en la empresa.

Por ello, el comprador requiere producir información a partir de los datos que le ofrezca el vendedor. Ese proceso de producción de información se llama *due diligence*. Este es definido como el proceso de investigación de la empresa *target* realizado mediante la revisión de documentos y entrevistas a personas con cargos relevantes con el objetivo de comprobar el entendimiento que se tenía de la misma e identificar las posibles contingencias que pueden surgir a futuro (Quiroga, 2018, p. 360).

Entonces, en términos generales, el *due diligence* suele significar una revisión integral de la empresa, por lo que sus alcances exceden al área legal y suelen incluir al área financiera y comercial de la empresa.

Después de todo, esta es la principal herramienta de producción de información del comprador, el cual implica tiempo e inversión en asesores externos que procesen los documentos entregados por el vendedor sobre la empresa *target*. El resultado que arroje el *due diligence* es el entendimiento que tendrá el comprador sobre la empresa a adquirirse y que será utilizado en la negociación, particularmente al momento de determinar las *representations and warranties*.

En resumidas cuentas, las áreas revisadas por el *due diligence* legal son:

- Capacidad del vendedor: se analiza si el vendedor puede transferir las acciones de la *target* -dependiendo de su condición de persona natural o persona jurídica- o si tiene alguna restricción.
- Aspectos societarios: los asesores legales revisarán los libros societarios de la *target* para i) verificar el capital social y el accionariado; ii) la existencia de cargas y gravámenes sobre las acciones; iii) convenios de accionistas; iv) derechos de

preferencia sobre las acciones; v) algún otro tipo de restricción sobre la transmisibilidad de las acciones.

- Contratos financieros: se revisarán los préstamos, arrendamientos o acuerdos de asunción de deuda, garantías y fianzas otorgadas, y, préstamos a terceros o entidades vinculadas al grupo económico.
- Contratos comerciales: se revisarán -en función a un criterio de cuantía-cláusulas contractuales de resolución unilateral o por cambio de control de la target, plazo de vigencia, penalidades, entre otras.
- Bienes inmuebles o muebles registrables: se analiza el estado registral de los inmuebles y bienes muebles de la compañía, estos pueden estar inscritos a nombre de la compañía, en proceso de inscripción y/o en litigio.
- Aspectos tributarios: se revisará que las declaraciones y pagos de impuestos hayan sido realizado correctamente y/o las deducciones aplicables.
- Aspectos laborales: se revisará el cumplimiento de las obligaciones laborales, los contratos con los trabajadores de la *target* y potenciales contingencias por relaciones laborales anteriores.
- Aspectos procesales: dependiendo del tamaño de la empresa *target*, se debe revisar los procesos civiles, administrativos, tributarios o laborales existentes.
- Aspectos de *compliance*: en la actualidad, en algunos casos se revisa la existencia de un programa de cumplimiento, el desempeño del *compliance officer* y el cumplimiento de las normas aplicables.
- Aspectos regulatorios: de ser una *target* perteneciente a un sector regulado del mercado, es necesario evaluar las autorizaciones y licencias de la *target*.
- Aspectos de propiedad intelectual: se revisará que los derechos de propiedad intelectual cumplan la normativa aplicable y estén adecuadamente registradas. Además, se revisará que no existan procedimientos administrativos o judiciales contra los mismos (Arata & Cáceres, 2019, p. 119-121).

Esta revisión integral permite conocer, en la medida de lo razonable, el alcance de las contingencias existentes en la *target*, descubrir contingencias ocultas y, en general, conocer

la situación real de los términos hasta ese momento discutidos entre las partes (Quiroga, 2018, p. 367).

C. Negociación y firma del SPA

Habiéndose realizado el *due diligence* y junto a la valorización de la *target* ya considerada en la Oferta No Vinculante, las partes de la transacción empezarán a discutir el impacto de los hallazgos del *due diligence* y la redacción del SPA.

Usualmente, el comprador tomará la iniciativa al enviar un borrador de SPA en términos muy favorables al mismo, especialmente con *reps* muy amplias y una cláusula de indemnidad muy favorable. Este método permite iniciar las negociaciones ya que fuerza al vendedor a devolver un borrador con los riesgos que no está dispuesto a asumir y permite a las partes determinar qué es importante para cada una y puedan llegar a un acuerdo (Payet, 2009, p. 73).

En esas ideas y venidas de borradores del contrato, las partes definirán el objeto del contrato, el precio por las acciones a adquirirse, qué *reps* están dispuestas a aceptar e incluirán otras cláusulas contractuales como *covenants*⁶⁶, cláusulas de ajuste de precio⁶⁷, condiciones precedentes al cierre, garantías⁶⁸, el convenio arbitral y otras cláusulas adicionales que regulen las notificaciones, etc.

⁶⁶ En palabras de Freddy Escobar, los *covenants* son compromisos que una parte asume en beneficio de la otra con el fin de reducir los costos de agencia, esto es, los costos generados por la posibilidad de que B (deudor, gerente, fideicomisario) afecte los intereses de C (acreedor, accionista, fiduciario), a través de la realización de comportamientos oportunistas (2020, p.402). En el campo de M&A, debido a la diferencia entre fecha de firma y cierre, típicamente las partes acuerdan obligaciones que preserven el estado de la *target* en la fecha de firma. Estas se suelen referir a la conducción del vendedor de la *target* de forma usual, permitir acceso a información del comprador o algún mecanismo de supervisión, la no celebración de nuevos contratos fuera de lo usual o condicionados a la autorización del comprador, entre otros.

⁶⁷ Estas cláusulas permiten a las partes distribuirse el riesgo de la variación del valor de la empresa *target* en un determinado periodo de tiempo. Existen dos tipos de cláusulas de ajuste de precio: i) las que cubren las variaciones entre la fecha de firma y de cierre; y ii) las que cubren las variaciones luego de la fecha de cierre (earn-out). Ambas suelen estar enfocadas en i) los activos de la compañía; ii) los ingresos de la compañía; o iii) la obtención de determinado resultado (Ossio & Trelles, 2018, p. 151).

⁶⁸ El vendedor suele transferir las acciones desde una empresa cascarón, la cual solo tiene las acciones como único activo, para reducir la exposición al riesgo que tiene producto de la transacción. Por ello, el comprador suele exigir fondos líquidos que le permitan obtener una célere indemnización de verificarse algún

Luego de haberse acordado las principales cláusulas de un SPA, las partes firmarán el contrato. Sin embargo, los efectos del contrato, especialmente el pago del precio por las acciones y la toma de control de la empresa por el comprador estarán suspendidas a la verificación de condiciones futuras. Estas son las mencionadas condiciones precedentes al cierre que serán explicadas en el apartado siguiente.

D. Closing

En la mayoría de las transacciones, las partes suelen distinguir entre la fecha de firma y la fecha de cierre del SPA. La finalidad de dicha diferenciación es que suele ser necesario realizar ciertos hechos o actos por las partes del contrato para que se despliegue los efectos del SPA y el comprador tome el control de la *target*.

De esta forma, se suspende las obligaciones de las partes hasta la verificación de determinadas condiciones precedentes o un plazo determinado para la no ocurrencia de ciertos eventos.

Por ejemplo, en muchos casos, los compradores están adquiriendo la empresa madre de un grupo de compañías, pero solo están interesadas en algunas empresas del grupo. Por lo tanto, firmado el contrato, se otorga un plazo para que se remueva las acciones de las empresas no queridas de la empresa madre materia de adquisición u otros activos no queridos, lo cual se realizará mediante una transferencia de acciones, escisión o alguna reorganización societaria.

En términos de derecho civil, las condiciones precedentes son condiciones suspensivas al condicionar la eficacia de ciertas obligaciones a la verificación de eventos futuros e inciertos. A su vez, de referirse a la no ocurrencia de ciertos eventos, estas serían

incumplimiento de los términos del contrato. Los medios más utilizados son la *cuenta escrow* y el *holdback amount*.

cláusulas resolutorias de verificar el hecho y gatillarse el derecho de una de las partes del SPA de resolverlo (Payet, 2009, p. 88-90).

En consecuencia, las condiciones precedentes que suelen acordarse en un SPA son:

- Reorganización societaria de la target: Como se dijo, el comprador puede requerirle al vendedor la escisión o transferencia de ciertas empresas subsidiarias o activos que no sean de su interés adquirir.
- Licencias o autorizaciones administrativas: Dependiendo de su cuantía o el mercado en que la target se desarrolla, muchas transacciones requerirán la autorización administrativa de la autoridad competente en aplicación de leyes de concentración empresarial.
- La veracidad de las representations and warranties: Las partes suelen pactar que el comprador tendrá un derecho a resolver el SPA de verificarse la falsedad de las *reps* a la fecha de cierre.
- La obtención de ciertos informes legales o periciales sobre la target: Las partes pueden requerir asegurarse de ciertas variables financieras o contingencias legales de la empresa *target* antes de cerrar la transacción (Payet, 2009, p. 88-90).

Llegada la fecha del cierre de la transacción y de haberse verificado todos las condiciones precedentes al cierre sin inconveniente, las partes procederán al cierre del contrato y se gatillará típicamente el pago del precio del contrato y la toma de control de la empresa por el comprador.

E. *Post-closing*

En términos comerciales, esta etapa suele significar grandes cambios para la empresa *target* ya sea en su gerencia, su forma de administración, empleados, etc. Se iniciará un periodo de adaptación que sin duda alguna impactará el día a día de la empresa.

Sin perjuicio de eso, en términos jurídicos, luego del cierre del SPA, existirán cláusulas y obligaciones acordadas por las partes que mantendrán su vigencia por un periodo

de tiempo determinado. Ejemplos de dichas cláusulas son las cláusulas *earn-out*, el convenio arbitral, la obligación de no competencia, confidencialidad, etc.

Lo importante para la presente investigación son las *representations and warranties*, las cuales suelen sobrevivir por un periodo determinado luego del cierre del contrato. Es decir, el aseguramiento contractual otorgado por el vendedor dura un plazo concreto, el cual suele depender de qué área asegura la *rep*.

Es justamente en dicho plazo de supervivencia de las *representations and warranties* en el que el comprador puede considerar alguna como falsa o inexacta, lo cual significa que se planteará un reclamo ante el vendedor.

En este punto en el que se puede iniciar una controversia arbitral entre las partes, de estas no estar de acuerdo sobre la procedencia del incumplimiento de *rep*. Como dijimos, es al iniciarse una controversia sobre incumplimiento de *rep* en M&A en el que el *sandbagging* se torna fundamental.

II. NOCIONES GENERALES SOBRE LAS *REPRESENTATIONS AND WARRANTIES*

Explicado el proceso de una transacción de M&A, es necesario profundizar en los alcances de las *representations and warranties* en M&A. Recordemos que solo en las transacciones en las que se hayan ofrecido *reps* el *sandbagging* será relevante.

Entonces, como se dijo, las *representations and warranties* son aseguramientos contractuales por un tiempo determinado sobre hechos pasados, presentes o futuros en relación a la empresa *target*, realizados por el comprador o el vendedor cuyo incumplimiento o falta de veracidad conlleva a una consecuencia acordada por las partes, usualmente una indemnización o la resolución del contrato⁶⁹.

⁶⁹ Las *reps* pueden tener dos remedios distintos dependiendo de la etapa de la transacción en la que se verifique su incumplimiento o falta de veracidad. De encontrarnos antes del cierre de la transacción, la veracidad y exactitud de las *reps* será una condición al cierre (*bring-down condition*) y, ante su incumplimiento, el

Estas pueden asegurar hechos sobre cualquier materia del contrato. Como se señaló, las empresas son con un conjunto de relaciones jurídicas en constante cambio que producen un flujo de efectivo. Ese dinamismo tiene como consecuencia que las partes deban invertir recursos en investigar las circunstancias actuales de la empresa *target* durante la negociación.

De esta forma, el comprador realiza un *due diligence* y el vendedor produce los *disclosure schedules*. Una vez realizados, ambas partes han determinado un estado actual de la empresa *target* y un universo de contingencias sobre la empresa *target* que sumarán o restarán al valor estimado que se pagará por la empresa *target*.

Por ejemplo, se establece que la empresa *target* cuenta con numerosos inmuebles a su nombre sin cargas o gravámenes, pero se descubre 10 litigios con potencialidad moderada de significar el pago de US\$ 500,000.

Además, debido a la escases de tiempo, la cantidad de información por procesar y/o las imprecisiones propias de toda investigación, puede que no se haya determinado todos los pasivos ocultos o contingencias⁷⁰ existentes sobre la empresa *target* antes de la firma del contrato o el cierre de la transacción.

Entonces, después de la investigación de las partes, existen tres riesgos importantes: i) el riesgo de que el estado actual de la empresa *target* asumido sea incorrecto; ii) el riesgo que las contingencias descubiertas sean imprecisas; y, iii) el surgimiento de contingencias no descubiertas.

comprador tendrá derecho a resolver el contrato y salir de la operación. Luego, si nos encontramos en la etapa *post-closing*, la no veracidad o inexactitud de las *reps* conllevará a la indemnización de la contraparte por los daños sufridos, en los términos acordados en la cláusula de indemnidad (García, 2016, p. 248).

⁷⁰ De acuerdo a Payet, los pasivos ocultos son obligaciones de la empresa objeto de venta, las cuales no se encuentran en los estados financieros por algún motivo concreto. Esto puede ser porque no cumplen un principio de materialidad (por ejemplo, ser mayores a US\$ 20,000). Por otro lado, las contingencias son activos o pasivos cuya existencia o valor no es segura ya que dependen de la ocurrencia de un hecho futuro incierto (por ejemplo, el valor de una cuenta por cobrar en base a la negociación con un cliente o un pasivo a pagarse producto de un proceso arbitral). Solo aquellas contingencias con una probabilidad suficiente deben ser registrados en los estados financieros como pasivos o con una nota (2009, p.81). En la presente investigación se ha utilizado la palabra contingencia de forma general, la cual incluye ambos conceptos.

Estos tres riesgos amenazan la estimación de las partes del precio a pagarse por la empresa *target*. De verificarse cualquier de ellos, el precio pagado podría no haber sido el correcto. Por ello, las partes alivian la necesidad de distribuirse esos riesgos mediante las *representations and warranties*.

Idealmente, las partes en las transacciones de M&A buscan no tener ningún tipo de relación y/o asunto que reclamarse luego de cerrado el contrato. El escenario utópico para estas es que determinen el valor exacto de la empresa a transferirse en la fecha de cierre, cierren el contrato y cada uno siga su camino.

Sin embargo, debido a las mismas características de las empresas ya mencionadas, esto no es posible. Las *reps* son cláusulas contractuales que permiten a las partes llegar a un acuerdo en base a un precio estimado, el cual podrá variar dependiendo de la ocurrencia de ciertos hechos en el plazo asegurado.

Ahora, aparte de esa importante función, la integración de las *representations and warranties* en el proceso de M&A también ha facilitado a las partes el intercambio de información. Como se explicó, es usual que el comprador proponga un borrador de contrato con *reps* muy favorables a este, por lo que el vendedor le regresará el borrador de contrato sin las *reps* que no está dispuesto a asumir o limitadas de alguna forma. De esta forma, las partes podrán avanzar la negociación en función a los riesgos que están dispuestos a asumir.

En resumen, las *reps* tienen dos funciones: i) una función de distribución de riesgos; ya que ninguna parte está en la capacidad de conocer con total precisión las características, circunstancias y contingencias a surgir de la empresa *target*, por lo que acuerdan qué parte asumirá el riesgo de materializarse un perjuicio; y, ii) una función informativa, ya que mediante el intercambio de borradores de SPA entre las partes con distintas propuestas de *reps*, las partes podrán comprender qué riesgos la otra parte está dispuesta a asumir y qué riesgos no, ya sea por considerarlo demasiado oneroso o de existir sospechas de una posible contingencia.

Establecido ello, es el vendedor quién suele ofrecer la mayor cantidad de *reps* ya que finalmente es este quién ha sido titular de la empresa a transferirse y ha sido su administración la que ha llevado a la empresa al estado en que se encuentre⁷¹. En consecuencia, en el siguiente cuadro podrá encontrarse un resumen de las materias que las *reps* ofrecidas por el vendedor suelen cubrir ya sea sobre la empresa *target* o sobre sus propios derechos sobre las acciones a transferirse:

Materia	<i>Representation and warranties</i>
Acciones y aspectos societarios	La empresa está debidamente constituida, el vendedor es titular de las acciones y cuenta con la capacidad para transferirlas, la clase de las acciones y las acciones han sido emitidas en cumplimiento de las normas aplicables. No existen acciones pendientes de emisión ni aumentos de capital o reducción de capital pendientes. No existen opciones, derechos de suscripción, instrumentos convertibles u otros derechos respecto de las acciones. No existen cargas o gravámenes sobre las acciones. Los libros societarios contienen todos los acuerdos y actos existentes de la empresa.
Estados Financieros	Los Estados Financieros de la empresa cumplen con las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC o IAS por sus siglas en inglés) o los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA o GAAP por sus siglas en inglés). La empresa no tiene pasivos ni contingencias diferentes a los consignados en los estados financieros entregados al comprador.
Propiedades y condición de activos	La empresa es titular de los bienes que afirma tener y que estos están libres de cargas o gravámenes. La empresa mantiene sus activos en condiciones operativas y debidamente asegurados contra los riesgos usuales de la industria.
Pasivos ocultos y contingencias	El vendedor se responsabilizará por todo pasivo o contingencia ocultos existente en la empresa a la fecha de cierre.
Contratos	En base a los contratos (materiales ⁷²) de la empresa celebrados con proveedores, clientes, etc.; la empresa cumple con dichos contratos. Estos son válidos, exigibles y se encuentran vigentes.

⁷¹ Por su lado, el comprador suele limitarse a ofrecer *reps* sobre su capacidad para realizar la transacción y sobre la disponibilidad de fondos por el precio del contrato.

⁷² En la sección de definiciones del SPA debe existir alguna definición de qué debe entenderse por contrato material o contrato principal. Generalmente, el vendedor compartirá una lista de contratos “materiales” o “principales” en base a que i) superen determinado valor; ii) superen determinado plazo; o, iii) su incumplimiento por alguna de las partes o no renovación genere un perjuicio significativo a la empresa (Payet, 2009, p. 82).

	La empresa no está en incumplimiento de algún contrato de los listados.
Propiedad Intelectual	La empresa es titular de todos los elementos de propiedad intelectual que emplea en sus negocios y no existen cargas o gravámenes sobre tales elementos.
Seguros	Se enumeran las pólizas de seguros vigentes y/o requeridos para el sector de la empresa. La empresa cumple con sus obligaciones en dichas pólizas de seguros.
Normas	La empresa cumple (sustancialmente) con las normas aplicables a sus negocios y operaciones.
Autorizaciones	La empresa cuenta con todas las autorizaciones gubernamentales y los títulos habilitantes requeridos para cumplir su objeto social y para realizar las operaciones y los negocios declarados en el SPA.
Obligaciones tributarias	Debido a la dificultad de su determinación por distintas interpretaciones tributarias y la fiscalización por la administración tributaria, se suele asegurar que la empresa cumplió con presentar todas las declaraciones, calcular los tributos correctamente y pagarlos de forma oportuna y que no tiene obligación tributaria pendiente de cumplimiento.
Obligaciones laborales	La empresa está en cumplimiento de sus obligaciones laborales y sus prácticas o políticas seguidas hasta la fecha de cierre son conformes a la ley laboral.
Litigios	Excepto por los procesos revelados al comprador, la empresa no está comprendida en investigaciones o procesos (judiciales, arbitrales o administrativos).
Aspectos ambientales	La empresa cumple con la normativa relativa a la protección del medio ambiente y al uso o empleo de materiales o productos riesgosos. La empresa no cuenta con pasivos o contingencias relacionadas al incumplimiento de tales normas y no existen procedimientos en relación a estas materias.
Transacciones con partes relacionadas	La empresa identifica todas las transacciones entre la compañía y las personas vinculadas a ella (accionistas, gerentes, directores, subsidiarias, etc.)

Extraído de Freddy Escobar, 2016, p.78 y Payet, 2009, p. 79-84.

En su redacción en el SPA, las *reps* suelen tener un encabezado que utilice los verbos “*represents and warrants*” de una parte hacia la otra y se procede a su diferenciación por materia. Por ejemplo:

Encabezado	<i>The Seller represents and warrants to the Purchaser, as of the date hereof and as of the Closing Date, as follows:</i>
Litigación	<i>Section 3.5 Litigation. Except as set forth in Disclosure Schedule 3.5, there is no pending or threatened civil, criminal,</i>

	<i>administrative, arbitral, tax related, labor, or similar proceeding, claim, suit, or action against the Company.</i>
Obligaciones laborales	<i>Section 3.6 Employment and Labor Matters. a) The Company is in compliance in all material respects with all applicable Laws respecting employment and employment practices; b) Disclosure Schedule 3.6 (b) sets forth a list of all existing employees and managers of the Company and their compensation.</i>

Ahora, al ser las *reps* cláusulas de distribución de riesgo, el comprador está interesado en que el vendedor le asegure *reps* lo más amplias posibles. En cambio, el vendedor buscará limitar el alcance fáctico de las *reps* otorgadas y los montos económicos de finalmente entregarse una indemnización por incumplimiento de *rep*.

Las partes determinarán, según la fuerza de su posición negocial, los alcances del aseguramiento brindado por la *rep*. De esta forma, el alcance de las *representations and warranties* puede ser susceptible de: i) limitaciones fácticas; y, ii) limitaciones económicas.

A. Limitaciones fácticas

Las limitaciones fácticas afectan el rango de aseguramiento realizado mediante una *rep* y permiten determinar el universo de hechos que la parte que ofrece la *rep* asegura a la contraparte. Es decir, al incluirse limitaciones fácticas, la *rep* solo asegurará una cantidad de hechos concretos al excluir cierta cantidad de supuestos revelados o establecerá condiciones para que un hecho sea asegurado.

Las típicas limitaciones fácticas las *representations and warranties* son los *disclosure schedules* y los *qualifiers*, los cuales serán explicados en las siguientes dos secciones.

1. Disclosure Schedules

La primera forma de limitar el riesgo asumido por el otorgamiento de *reps* del vendedor son los *disclosure schedules*. Estos son documentos que el vendedor prepara con la ayuda de su área legal y contable o asesores externos sobre toda contingencia o

circunstancia de la empresa *target* que quiere comunicar al comprador para ser excluidos del alcance de aseguramiento de las *reps* y/o comunicar un listado concreto de información al comprador.

De esta forma, los *disclosure schedules* buscan sistematizar toda la información que el vendedor ha obtenido durante el manejo de la empresa *target* para evitar responder frente al comprador por algún incumplimiento de una *rep* ofrecida.

Ahora, estos son preparados con el objetivo de negociar el alcance de las *reps* ofrecidas por el vendedor, por lo que lo usual es que sean comunicados al comprador en algún momento previo a la firma del SPA y sean introducidos en la misma redacción de las *reps*. Es común que en estos se realicen *affirmative disclosures* o *negative disclosures* (Houck & Rosenbloom, 2004, p. 2).

Un *affirmative disclosure* se refiere a listados de información que el comprador requiere que el vendedor afirme para asegurar su existencia o vigencia. En simple, el vendedor asegura cierta información. Por ejemplo, sobre la existencia de un listado concreto de empleados o contratos materiales de la empresa *target*.

Por otro lado, los *negative disclosures* se refieren a listados de información que el vendedor desea comunicar su existencia al comprador y excluirlos del alcance del aseguramiento proporcionado por una *rep*. Es decir, el vendedor desea que información concreta sea excluida del alcance fáctico de los *reps*. Por ejemplo, el vendedor declarará que existe un listado específico de procesos civiles y laborales que no debe ser considerado dentro de la *rep* ofrecida que garantiza la no existencia de procesos civiles y laborales.

2. *Qualifiers*

La segunda forma de limitar el alcance fáctico de las *representations and warranties* son los *qualifiers* (calificadores). Estos son introducidos en la redacción de las *reps* y pueden ser de tres tipos: i) *knowledge qualifier*; ii) *material qualifier*; y, iii) *MAC qualifier*.

Dependiendo el tipo de *qualifier* incluido, la parte asegurada por la *rep* solo podrá entender como incumplido el *rep* si cumple con las circunstancias reguladas por el *qualifier*. En consecuencia, al plantear el reclamo indemnizatorio por incumplimiento de *rep*, la parte afectada deberá demostrar la ocurrencia del hecho asegurado y que este cumple las condiciones reguladas por el *qualifier*.

Muy brevemente, la inclusión de un *knowledge qualifier* les permite a las partes establecer que la *rep* solo se considerará incumplida si la parte que la ofreció -el vendedor en la mayoría de los casos- conocía o debió conocer de la inexactitud o no veracidad del *rep*, dependiendo del tipo de conocimiento acordado⁷³. De esta forma, únicamente se verificará el incumplimiento de un *rep* si el comprador logra probar que: i) existe un hecho que genera la inexactitud o falsedad de un *rep*; y, ii) el vendedor tenía conocimiento de este hecho y no lo reveló al comprador (Amiel, 2015, p.123).

Por otro lado, un *materiality qualifier* permite circunscribir la veracidad o exactitud de una *rep* a un criterio de materialidad⁷⁴ o importancia. Normalmente, las partes acordaran qué se entiende por materialidad ya sea en base a un monto determinado, una afectación reputacional en medios de comunicación, un impacto concreto en los flujos de efectivo de la compañía, etc.

Por último, un *Material Adverse Condition (MAC) qualifier*. Un MAC es un situación absolutamente excepcional en la que ocurre un evento que afecte la situación de la empresa significativamente -especialmente en su valor y sus flujos de efectivo- y gatilla el derecho del comprador o vendedor de salir de la operación (*exit right*) antes del cierre del contrato (García, 2016, p.31).

⁷³ Este puede ser *actual knowledge*, como el conocimiento que la parte efectivamente tuvo del hecho que se está asegurando con el *rep*; o, *constructive knowledge*, como el conocimiento que la parte tiene, debió tener bajo un nivel razonable de diligencia o pudo haber tenido de haber realizado una diligente investigación o por su posición en la empresa *target* y circunstancias (Avery, 2020b, p.3).

⁷⁴ La materialidad tiene, en principio, dos significados: i) la información que causa que una parte no celebre o cierre la transacción de haberla conocido; y, ii) la información que es “importante” o “significativa” o “suficientemente importante que requiere atención”. Sin embargo, en la mayoría de los casos en las transacciones corporativas, las partes se refieren a la materialidad por su “importancia” (Adams, 2007, p.4).

Este puede ser pactado como un monto determinado, una afectación reputacional en medios de comunicación, un impacto concreto en los flujos de efectivo de la compañía, etc. Uno de los ejemplos de MAC más comunes es la crisis financieras ocurrida en el 2008.

Al ser una situación tan excepcional, el MAC *qualifier* es un calificador a favor del vendedor ya que al introducirlo en una *rep* se limitará al comprador a exigir una indemnización por incumplimiento de *rep* siempre que: i) pueda probar el incumplimiento del *rep* referido; y, ii) pueda probar que ha ocurrido un MAC (Garcia, p. 2016, p. 284).

La idea importante respecto a los *qualifier*, especialmente los *knowledge qualifier*, es entender que no tienen ninguna relación con el conocimiento del comprador ni con el *sandbagging*. Los *qualifier* son específicos sobre la *rep* regulada y solo agregan una condición adicional que el comprador deberá probar para obtener una indemnización por incumplimiento de *rep*.

B. Limitaciones económicas

En el Perú, las partes deben pactar específicamente las consecuencias de verificarse un incumplimiento de una *representations and warranties*. A diferencia de los países anglosajones⁷⁵, en países bajo el *civil law* como Perú es necesario pactar una cláusula de indemnidad (*indemnity clause*) en relación al incumplimiento de *representations and warranties* ya que estas no están contempladas en el Código Civil ni pueden ser entendidas como obligaciones⁷⁶, por lo que las partes deben acordar detalladamente las consecuencias de su incumplimiento.

⁷⁵ En países bajo el *common law*, el incumplimiento de las *representations and warranties* está dentro del incumplimiento contractual (*breach of contract*) y su consecuencia es lo acordado por las partes o, en su defecto, el pago de los daños sufridos. En el *common law*, es indiferente el motivo por el cual se incumplió el contrato y la culpabilidad de la parte incumplidora para reclamar un incumplimiento contractual. Las partes tienen libertad para pactar e incumplir un contrato, siempre que estén dispuestos a asumir los daños originados por dicho incumplimiento a la contraparte (West & Benton, 2009, p. 1006).

⁷⁶ Esta es una discusión que desarrollaremos más adelante, pero es importante para determinar qué normas son aplicables en una controversia de incumplimiento de *reps* y, en consecuencia, qué normas deberán ser evaluadas al momento de determinar la regla supletoria en el Perú sobre *sandbagging*.

Las cláusulas de indemnidad son cláusulas desarrolladas en el *common law* que buscan mantener indemne -es decir, fuera de todo daño o costo incurrido- a la parte que ha sufrido un incumplimiento de *rep, covenant*, contingencia específica o, en general, cualquier daño⁷⁷ como consecuencia de un supuesto asegurado.

En otras palabras, una parte le asegura a la otra que de verificarse un suceso, hecho o incumplimiento en concreto, esta le indemnizará el daño o costo incurrido por ello. Las *indemnity clauses* establecen un procedimiento de indemnización específico dentro del contrato, por el cual una parte podrá obtener una indemnización de la contraparte por un supuesto de hecho asegurado al seguir dicho procedimiento.

Ahora, las reglas del procedimiento de indemnización suelen depender de qué tipo de reclamo nos encontramos. De esta forma, un incumplimiento de *rep* puede tener como consecuencia un reclamo directo (*direct claim*) por el comprador; o, un reclamo de tercero (*third-party claims*), como reclamos interpuestos por terceros contra la empresa *target* o el comprador que califiquen como incumplimiento de *rep, covenant*, obligación u acuerdo en el SPA (Amiel, 2015, p. 133).

Dependiendo del tipo de reclamo, el procedimiento de indemnización podrá ser interno mediante comunicaciones entre las partes o externo, al pactarse los términos de la defensa legal que se ejercerá contra el tercero reclamante.

Establecido ello, debe señalarse que las *indemnity clauses* son una parte esencial del régimen indemnizatorio utilizado en los SPA en el área de M&A.

De esta forma, existen dos tipos de regímenes indemnizatorios en los SPA: i) el régimen de indemnización general o *general indemnities*, mediante el cual se indemniza al comprador por el incumplimiento de todo *rep, covenant*, obligación u acuerdo; y, ii) el

⁷⁷ Es importante que las partes definan qué se entiende por daño. Al ser un procedimiento indemnizatorio puramente contractual, la regla general es que de no incluirse un concepto concreto dentro de la definición de *Losses* en el SPA, dicho concepto no será indemnizable (McDonald & Aaronson, 2016, p.44). Es por ello que las definiciones de daño (*Losses*) suelen ser muy abstractas.

régimen de indemnizaciones específicas o *stand-alone indemnities*, mediante el cual las partes establecen reglas de indemnización particulares para contingencias previamente identificadas (Amiel, 2015, p. 127).

Las *general indemnities* suelen estar limitadas por acuerdos de las partes sobre la indemnización máxima a pagarse, periodos de reclamación por materia, deducibles, montos mínimos a ser sujeto de indemnización, tipo de pérdidas o daños indemnizables, etc. Por su parte, los *stand-alone indemnities* suelen establecer límites distintos a los mencionados para las *general indemnities*, ya sea específicos para cada materia o, en algunos casos, sin límite alguno para su indemnización.

Generalmente, se regulan como *stand-alone indemnities* aquellos hechos o contingencias que las partes han identificado previamente en el *due diligence* o por divulgación del vendedor, pero que el comprador no está dispuesto a asumir o limitar. Las materias usuales que se pactan como *stand-alone indemnities* son los tributos pendientes de pago, contingencias ambientales, pasivos de la empresa target y gastos por la transacción que el comprador no está dispuesto a asumir (Avery, 2020c, p. 2).

Por último, si bien no son un pacto directo sobre el régimen indemnizatorio, debe señalarse la existencia de las *representations and warranties* fundamentales (*reps* fundamentales), las cuales son *reps* sobre elementos imprescindibles para la celebración de la transacción y referidos al objeto del contrato como la propiedad de las acciones a transferir, la libre transferibilidad de las acciones, los permisos societarios para transferir las acciones, entre otros.

Debido a su importancia, las partes suelen acordar que el plazo de vigencia de las *reps* fundamentales sea muy extenso o no estén sujetos a límites indemnizatorios alguno (Amiel, 2015, p. 129). En otras palabras, las *reps* fundamentales están bajo un régimen indemnizatorio distinto al de las *general indemnities* y, en principio, sin limitación indemnizatoria alguna o con reglas particulares.

En consecuencia, explicado el panorama general de las cláusulas de indemnidad y el régimen indemnizatorio típico en un SPA, corresponde desarrollar las limitaciones a la cláusula de indemnidad. Estas representan las limitaciones económicas de las *representations and warranties* al regularse la cuantía o términos de la exposición económica que las partes han acordado otorgar.

1. *Indemnity Caps*

Una primera limitación usualmente pactada es el límite máximo indemnizatorio que las partes deberán pagar de materializarse una contingencia cubierta por la cláusula de indemnidad.

De esta forma, las partes suelen pactar que el vendedor estará expuesto a un porcentaje máximo del precio de venta de las acciones en el SPA, usualmente este oscila entre 5-15% (Avery, 2020d, p.4). Por ejemplo, de incumplirse una *rep* sobre contingencias laborales, solo se pagarán los daños sufridos hasta el máximo pactado y no más.

2. *Indemnity Baskets*

Otro típico límite usualmente acordado a la cláusula de indemnidad son las *indemnity baskets*. Estas “canastas” tienen como objetivo evitar que la cláusula de indemnidad se gatille por cada indemnización que las partes consideren aplicable por incumplimiento de *rep*. De esta manera, los reclamos indemnizatorios se acumularán en estas “canasta” hasta superar cierta cuantía y, una vez superado ese monto, se podrá ejercer la *indemnity clause* y plantear los reclamos indemnizatorios existentes.

Los procedimientos indemnizatorios son costosos. Incluso de no llegar a un arbitraje, estas significan costos de tiempo, honorarios de abogados, evaluación de pérdidas y daños, etc. En consecuencia, los *baskets* evitan sobrecostos a las partes al condicionar el reclamo indemnizatorio a plantearse a la superación de una cuantía mínima acumulativa.

En ese sentido, existen dos tipos de *baskets*: i) *deductible basket*; y, ii) *tipping basket* (Avery, 2020e, p. 3). Primero, de utilizarse un *deductible basket*, las partes han acordado que la cuantía mínima del *basket* sea un deducible de los reclamos indemnizatorios. De esta forma, una vez superada la cuantía del *basket* mediante la acumulación de reclamos indemnizatorios, dicha cuantía mínima de pérdidas no será indemnizable y solo será reclamable el monto en exceso de dichos reclamos indemnizatorios.

Por otro lado, un *tipping basket* o *dollar one basket*, al igual que la *deductible basket*, establece una cuantía necesaria que los reclamos indemnizatorios acumulados de una parte deberán superar para ser reclamados. Sin embargo, en este caso, una vez dicha cuantía se ha logrado, se podrá reclamar desde el primer dólar de dicha cuantía, por lo que no existe un deducible aplicable.

3. *De Minimis Amount o Mini Baskets*

Al igual que existe un máximo de riesgo indemnizatorio que el vendedor está dispuesto a asumir, las partes buscan evitar conflictos innecesarios por montos no significativos. De esta forma, se pacta un *mini basket* o *de minimis amount*, mediante el cual las partes establecen que toda pérdida incurrida como consecuencia de la inexactitud o imprecisión de una *rep* debajo de una cierta cuantía no podrá ser reclamado.

Dependiendo del acuerdo de las partes, los reclamos por montos indemnizatorios debajo de este *mini basket* podrán o no podrán ser reclamados o contabilizados para el *indemnity basket* común. En otras palabras, estos reclamos pueden salir del ámbito indemnizatorio de las *indemnity clauses* y no tener efectos entre las partes.

Hasta este punto, la presente sección sobre límites económicos a las *representations and warranties* tenía como objetivo completar la descripción general de las *reps* en transacciones de M&A y su forma de ejecución en la práctica. Ahora, corresponde describir una condición de cierre muy importante para el *sandbagging*, la cual ya ha sido mencionada anteriormente.

C. *Bring-down condition*

En el modelo de SPA estadounidense que siguen los abogados transaccionales peruanos las *reps* ofrecidas por las partes a la fecha de firma del SPA deben ser reafirmadas a la fecha del *closing*. El *bring-down of representations and warranties* (“*bring-down condition*”) es una condición precedente al cierre del contrato que requiere a las partes que las *reps* ofrecidas sean verdaderas y ciertas a la fecha del *closing* del SPA.

De esta forma, de existir algún incumplimiento de la *rep* al cierre del contrato, se gatilla el derecho de resolver el contrato del comprador, por lo que este puede resolver el contrato/no cerrar la transacción o, de así preferirlo, renunciar a su derecho de resolver el contrato por parte del comprador y cerrar la transacción.

Ahora, el *bring-down condition* es una condición diseñada para incentivar al vendedor a mantener la veracidad y exactitud de las *reps* entre la fecha de firma hasta la fecha de cierre del contrato y, con ello, proceder a una transferencia limpia de la administración de la empresa *target* al comprador.

Es usual que la empresa *target* entre la fecha de firma y cierre del contrato se mantenga en constante cambio al celebrarse nuevos contratos, nuevos empleados, aparición de nuevas contingencias tributarias, procesales, etc. El *bring-down condition* le permite al comprador asegurarse que está adquiriendo a la fecha de cierre la empresa *target* que le fue mostrada a la fecha de firma. De existir discrepancias en las características y circunstancias de la empresa *target* a la fecha de cierre, el comprador podrá apartarse de la transacción⁷⁸.

Culminado el capítulo general sobre transacciones de M&A, la siguiente sección se enfocará en la propiedad desde la teoría económica. Es necesario desarrollar dichas ideas ya

⁷⁸ La inclusión de una *bring-down condition* suele ser complementado con la posibilidad del vendedor de actualizar los *disclosure schedules* con ciertos límites que permiten mantener como veraces las *reps* ofrecidas; y, un *materiality qualifier* sobre el *bring-down condition* de forma que se acuerda que las *reps* solo deberán ser veraces y ciertas en lo material o significativo.

que uno de los motivos centrales por el que una regla *pro-sandbagging* es más eficiente es porque genera los incentivos correctos al asignar un derecho de propiedad sobre la información producida en transacciones de M&A.

III. LA PROPIEDAD DESDE LA TEORÍA ECONÓMICA

A. La propiedad bajo una perspectiva económica

Como podrá suponerse, los derechos de propiedad son más que un concepto legal. Es cierto que el Código Civil lo define como un poder jurídico sobre un bien que te permiten usar, disfrutar, disponer y reivindicar⁷⁹. Sin embargo, estos juegan un rol muy importante en la sociedad al generar incentivos para maximizar la riqueza.

Primero, los derechos de propiedad son la llave del intercambio voluntario y, como vimos, el intercambio permite que los recursos sean movilizados a quienes más los valoran. No habría razones para el comercio si no existiera la propiedad. Segundo, los derechos de propiedad permiten la internalización de los beneficios y costos que las personas generan con el uso alternativo de sus recursos (Cooter & Ulen, 2016, p. 153).

En otras palabras, los derechos de propiedad son deseables ya que permiten que los propietarios que invierten en sus recursos efectivamente reciban los beneficios de su actividad y puedan excluir al resto de estos. De no existir un derecho de propiedad que permita excluir a los demás, nadie invertiría en sus propiedades ya que otro podría quitárselos sin asumir el costo de la inversión.

Al permitir que cada persona interiorice los beneficios de su inversión, los derechos de propiedad favorecen la producción del recurso y, por ende, mejoran la situación de la sociedad.

⁷⁹ Artículo 923° del Código Civil.

Por ejemplo, se asigna la propiedad de las vacas a los ganaderos. Cada ganadero cuidará de su ganado y las reproducirá. No habrá muchos robos y, de haberlo, la sociedad castigará al ladrón ya que infringió la propiedad del ganadero. Por el contrario, en caso la sociedad permitiera el robo y no protegiera la propiedad, el ganadero no tendría incentivos para cuidar y reproducir a su ganado nuevamente.

Ahora, el ganadero también tiene necesidades de otros bienes -que son titularidad de otros agentes del mercado-, por lo que venderá una parte de su ganado para adquirirlos. De esta forma, los ganadores obtendrán los recursos que necesitan, los amantes de las parrillas podrán comprar los cortes que deseen en sus domingos y, en general, el resto del mercado podrá adquirir carne para destinarle el uso que considere.

Por otro lado, la propiedad también permite internalizar los costos que las actividades humanas tienen (externalidades⁸⁰). Para explicar ello, Garret Hardin explica el caso de una llanura abierta al uso de todas las personas. Al no tener propietario, cada pastor tratará de alimentar a la mayor cantidad de ganado que pueda. Después de todo, cada vaca le producirá una ganancia al venderla, mientras que los costos producidos por su alimentación (erosión del suelo, reducción de la vegetación, etc.) no serán asumidos por este, sino distribuidos entre todos los ganaderos existentes (Hardin, 1968, p.1244).

Al ser personas racionales, los ganaderos incrementarán su ganado en la mayor cantidad posible. Como uno esperaría, la llanura será destruida en el largo plazo y todos los

⁸⁰ Una externalidad son todos los beneficios o costos no asumidos por el agente que realiza una actividad humana en concreto. Estos son “efectos no contratados” que recaen sobre terceros como consecuencia de un comportamiento (Bullard, 2006, p.152). De esta forma, una externalidad negativa son los costos no asumidos que genera un agente sobre terceros o la sociedad; y, una externalidad positiva son los beneficios no compensados que genera un agente sobre terceros o la sociedad.

ganaderos que utilizaban dicha llanura se verán perjudicados. Esto es el ejemplo central de la Tragedia de los Comunes⁸¹ conceptualizada por Hardin⁸².

Ruin is the destination toward which all men rush, each pursuing his own best interest in a society that believes in the freedom of the commons. Freedom in a commons brings ruin to all (Hardin, 1968, p.1244).

Como señala el profesor Bullard, la conclusión detrás es que la propiedad es una necesidad en aquellos bienes considerados escasos. La propiedad incentiva el uso eficiente de los bienes, lo cual solo será necesario si el bien es escaso. Por ello, la propiedad no es necesaria en bienes no escasos como el aire (2006, p. 154).

En un mundo de recursos limitados, la demanda de necesidades de los individuos es mayor que la oferta de bienes aptos para satisfacer dichas necesidades (Núñez del Prado, 2019, p. 120). La asignación de derechos de propiedad claros permite que el mercado asigne los recursos escasos a quienes más lo valora y, con ello, obtener el escenario más eficiente posible.

B. ¿Qué bienes son susceptibles de propiedad privada?

Sin embargo, existen casos en los que, por las propias características del recurso, el titular de la propiedad no reciba todos los beneficios del uso de su propiedad, por lo que no

⁸¹ También existe la Tragedia de los Anticomunes (Heller, 1998, p. 624), el cual muestra el problema el problema que genera la asignación de derechos de propiedad de forma desmedida. Debido a la existencia de costos de transacción, la sobredimensión de los derechos de propiedad termina por evitar que bienes sean destinados a sus usos más eficientes ya que el derecho de propiedad termina funcionando como un derecho de “veto”. El ejemplo central de ello es el derecho de “veto” otorgado a los copropietarios quienes, salvo común de acuerdo de todos, pueden evitar con su sola decisión cualquier proyecto/finalidad más eficiente que el resto de copropietarios quiera realizar con un bien (mueble o inmueble).

⁸² En términos de externalidades, la sobreexplotación de recursos naturales (Tragedia de los Comunes) sería calificada como una externalidad negativa generada por los explotadores del recurso (pescadores, cazadores, etc.) y el derecho de “veto” que obtienen los copropietarios (Tragedia de los Anticomunes) para permitir o impedir un proyecto sobre el bien sería una externalidad positiva ya que este obtiene beneficios no contratados por las actividades de sus copropietarios (Major, King & Marian, 2016, p 250). En cualquier caso, otros autores consideran que no hablamos específicamente de una externalidad positivo sino de un *holdout problem*, el cual se considera como la otra cara de la moneda de las externalidades (Epstein, 1993, p. 559-561).

estará del todo incentivado a proveerlo en la medida requerida. Asignar propiedad privada suele ser ineficiente frente a estos casos, a diferencia de la propiedad pública.

El ejemplo típico de estos casos es la seguridad ciudadana. En la mayoría de barrios limeños existe un grado de delincuencia, por lo que muchas veces los residentes contratan a un vigilante. En un inicio, la mayoría de los vecinos aporta la cuota mensual correspondiente para el sueldo del vigilante, pero conforme pasa el tiempo cada vez más vecinos se niegan a pagar o se atrasan en los pagos.

En la práctica, eso significa un menor sueldo para el vigilante, por lo que menos personas estarán incentivadas a postular a dicho trabajo. Además de ello, los vecinos incumplidores se seguirán beneficiando de la seguridad creada por la presencia del vigilante. Los ladrones difícilmente discriminarán entre las casas pagadoras y no pagadoras, por lo que los vecinos incumplidores estarán incentivados a ahorrarse el costo (Cooter & Ulen, 2016, p. 147).

Llevado a nivel macro, el poner a un policía en cada esquina o patrullando los barrios de Lima también otorga seguridad a los vecinos. A su vez, los sueldos de la policía son pagados con los impuestos de los vecinos, pero difícilmente puede excluirse de la seguridad otorgada a los vecinos que no pagan impuestos (Bullard, 2006, p. 156).

Ahora, imaginemos que una empresa privada intenta proveer la seguridad policial. Debido a la dificultad de excluirlos de la seguridad brindada, los vecinos incumplidores existirán y no asumirán su porción de los costos del servicio brindado. En consecuencia, la empresa privada no brindará la cantidad de servicio policial eficiente, esta preferirá no brindarlo en la mayoría de barrios, salvo en aquellos en los que exista una muy baja cantidad de vecinos incumplidores. En otras palabras, habrá pocos policías.

Como puede suponerse, el problema detrás de estos casos es la imposibilidad de los agentes privados de excluir a los no pagadores sobre ciertos bienes⁸³. Es por ello que algunos bienes no deben ser proveídos por los agentes privados, sino por el Estado. Simplemente no existen los incentivos suficientes para proveerlos a un nivel óptimo o permitir su utilización de forma eficiente.

Esta es la razón por la que los economistas califican algunos bienes como bienes privados y otros como bienes públicos⁸⁴. Es decir, bienes susceptibles de propiedad privada o de propiedad pública, dependiendo de qué forma son usados con mayor eficiencia (Cooter & Ulen, 2016, p. 145). En ese sentido, Demsetz señala:

Communal ownership means that the community denies to the state or to individual citizens the right to interfere with any person's exercise of communally-owned rights. Private ownership implies that the community recognizes the right of the owner to exclude other from exercising the owners exercising the owner's private rights (1967, p. 355).

En este caso, la seguridad policial es un claro bien público que debe ser proveído por el Estado ya que no es posible excluir a los no pagadores de los beneficios, los cuales son llamados *free riders* en la teoría económica⁸⁵.

Explicada la eficiencia de asignar la calidad de bienes públicos a ciertos recursos, existen dos características que permiten diferenciar a los bienes privados de los bienes públicos. Estas permiten predeterminar si será eficiente asignar un derecho de propiedad

⁸³ A lo largo de la presente investigación se utiliza una definición amplia de “bien”. Como señala Fabio Núñez del Prado, cuando uno piensa en el concepto “bien” suele estar condicionado por el derecho y automáticamente se piensa en las típicas clasificaciones otorgadas por el Código Civil de bienes muebles e inmuebles. Sin embargo, desde una perspectiva económica, bien es todo aquello que satisfaga una necesidad lo cual puede ser un objeto concreto, un servicio, una sentencia, etc. (2019, p. 118-119)

⁸⁴ La existencia de bienes públicos es una falla del mercado la cual puede ser corregida por el gobierno mediante dos mecanismos. Primero, el gobierno puede subsidiar la provisión privada del bien público mediante el sistema tributario. De esta forma, se corrigen los incentivos privados al proveerles de los pagos faltantes por los *free riders*. Segundo, el gobierno puede proveer el mismo bien público y asumir los costos de ello mediante la tributación obligatoria. Esto finalmente es lo que sucede con muchos bienes públicos como la seguridad ciudadana (Cooter & Ulen, 2016, p.65-66).

⁸⁵ Los *free riders* son aquellos que i) no han contribuido al financiamiento de un bien, pero se beneficia de su consumo; o, ii) perjudican al resto con sus actividades, pero no asumen el costo de dichas actividades (Benegas, 1998, p.1)

privada sobre un recurso que permita excluir a los demás de su uso a un costo razonable. Las características referidas son: el consumo rival y los costos de exclusión (Cooter & Ulen, 2016, p. 145-146).

Primero, el consumo rival se refiere a que dos individuos no pueden usar el mismo bien al mismo tiempo. De esta forma, una bicicleta no puede ser utilizada por dos personas a la vez para ir en direcciones distintas.

Por el contrario, el aire sí puede ser consumido por varias personas a la vez, por lo que no tiene sentido crear derechos de propiedad sobre el aire ya que su consumo o utilización no excluye la de los demás (Bullard, 2006, p. 156). A diferencia de otros bienes como las bicicletas, asignarle el uso exclusivo a una persona sobre el aire no parece tener ningún beneficio a la sociedad. Las personas se mantendrán usando el aire en su proceso respiratorio normal.

Segundo, la existencia de bajos costos de exclusión. Esta característica de la propiedad privada se refiere al costo que el propietario deberá incurrir para excluir a los demás del uso del bien. Por ejemplo, es sencillo excluir a los demás del uso de mi bicicleta al guardarla en una cochera con candado. Nadie podrá usarla sin mi autorización.

En cambio, el costo de excluir el aire es muy alto. Como sabemos, este conjunto de gases se encuentra a lo largo de todo el planeta y dividirlo es básicamente imposible. El aire circula sin límites. No podríamos hablar de “parcelas” de aire.

En consecuencia, de un bien tener consumo rival y bajos costos de exclusión corresponde reconocerle la calidad de bien privado y, por ende, susceptible de propiedad privada. En cambio, de un bien no tener consumo rival y tener altos costos de exclusión corresponde mantener su condición como bien público y no asignarle su titularidad a un agente en particular.

Sin embargo, esos son supuestos ideales ya que dichas características no se manifiestan en todos los bienes cuyo uso eficiente se encuentra en la propiedad privada. El profesor Alfredo Bullard explica dichos puntos intermedios en el siguiente cuadro:

R I V A L I D A D	COSTOS DE EXCLUSIÓN		
		BAJOS	ALTOS
	SI	Propiedad Privada (Casa, automóvil)	Bienes Privados Imperfectos (Banco de peces)
NO	Bienes públicos imperfectos (Carretera no congestionada)	Bienes Públicos (Calle congestionada, seguridad pública)	

Extraído de Bullard, 2006, p.158

En pocas palabras, los peces son recursos escasos que requieren su uso eficiente, pero no cumplen estrictamente con las condiciones de un bien privado. A diferencia de un auto o bien concreto, los peces sí tienen consumo rival ya que el mismo pez no puede ser pescado ni consumido por más de un agente, pero el costo de exclusión sobre peces individuales a un propietario determinado es altísimo debido a su constante movilización. Por ello, se han desarrollado mecanismos de propiedad alternativos como la veda o las cuotas de pesca para evitar la sobrepesca de los peces.

Por otro lado, las carreteras normalmente no tienen consumo rival ya que la presencia de un auto no excluye a otro -salvo de estar congestionada-. Además, tiene bajos costos de exclusión ya que un peaje puede excluir rápidamente a aquellos conductores que no estén dispuestos a asumir el costo de su utilización. Por ello, se otorgan concesiones del bien el cual le otorga una forma de titularidad con facultad de exclusión sobre la carretera a una empresa privada (Bullard, 2006, p. 157).

Lo importante es entender que el consumo rival y los costos de exclusión son características que permiten determinar rápidamente qué bienes deben ser asignados en propiedad privada para la obtención de su uso eficiente, pero no son determinantes. Existen otros bienes que pueden no cumplir con las características mencionadas, pero cuyas

particularidades requieren una solución específica que permita al mercado su asignación eficiente.

Entre dichas excepciones, una de ellas es la información, lo cual será desarrollado a continuación.

C. La información como bien susceptible de propiedad privada en la teoría económica

La información motiva un sinnúmero de contratos en la sociedad. La producción de información incluye los libros (sean de literatura, derecho, cocina, entre otros), investigaciones, innovación⁸⁶, etc.

Sin embargo, a primera vista es fácil notar que la información no cumple con las características típicas de un bien privado expuestas anteriormente de tener un consumo rival y bajos costos de exclusión. Por el contrario, la información tiene características de bien público que, bajo la teoría económica sobre la propiedad privada clásica, significaría que debería ser mantenido bajo titularidad pública.

De esta forma, una vez que la información es compartida, esta podrá ser consumida al mismo tiempo por todos los que la hayan recibido. Por ejemplo, al compartirse las historias contenidas en un libro de literatura, todos los lectores podrán disfrutar, pensar y reflexionar sobre dichas historias al mismo tiempo. En consecuencia, la información no tiene consumo rival.

Además, una vez divulgada la información, difícilmente el propietario de ella podrá excluir a aquellos que no pagaron el costo que este requería para su utilización. Incluso de haberse compartido la información con un adquirente que sí asumió el costo que requería el

⁸⁶ La innovación es definida como encontrar una mejor manera de hacer algo o de algo mejor que hacer. De esta forma, una mejor manera de hacer algo reduce el costo de su realización y, con ello, el precio del bien. Por otro lado, encontrar algo mejor que hacer significa la creación de un nuevo bien que satisfaga necesidades de mejor forma (Cooter & Ulen, 2016, p. 160).

producto, el adquiriente podrá transferir la información ilimitadas veces y/o convertirse en un competidor.

Siguiendo el ejemplo del libro de literatura, las historias contenidas en el mismo pueden haber sido adquiridas por un estudiante que compró el libro en la distribuidora formal. Sin embargo, sus compañeros podrán convencerlo de prestarles el libro para sacar copias y ahorrarse el costo o el estudiante podrá iniciar un pequeño negocio de libros pirata con sus amigos.

En ambos casos el autor del libro poco o nada podrá hacer para evitar ello. La intangibilidad de las historias detrás de sus libros, y de la información en general, hace que sea muy fácil su transmisión. En otras palabras, la información tiene altos costos de exclusión.

Otro ejemplo de la dificultad de exclusión de la información se da en la película *The Prestige*⁸⁷. Alfred Borden es un mago talentoso que se encuentra con un niño en un callejón y le muestra el clásico truco de la moneda detrás de la oreja. Luego éste le dice: *“Never show anyone. They'll beg you and they'll flatter you for the secret, but as soon as you give it up...you'll be nothing to them.”*

Esa idea es constante a lo largo de la película. En esta se muestra que los trucos de magia se venden por sumas cuantiosas ya que son grandes invenciones de ingeniería que requieren mucha creatividad.

Finalmente, tanto el mercado de trucos de magia, el mercado de libros, programas de computadora, de investigación, innovación y muchos otros, dependen de la información.

Por ello, la sociedad tiene la necesidad de incentivar la producción de información para no perder los beneficios originados por esta y se han creado derechos de propiedad

⁸⁷ Película dirigida por Christopher Nolan y estrenada en el 2006.

especiales -a pesar de no cumplir con las características típicas mencionadas- como los derechos de propiedad intelectual⁸⁸ y de marcas comerciales.

Por lo tanto, a pesar de sus particularidades, es necesario proteger la información e incentivar su producción mediante la asignación de un derecho de propiedad privada. Ello también incluye la información que las partes tienen o producen en el marco de una negociación, lo cual será profundizado en una sección posterior.

Entonces, establecido el marco teórico sobre el proceso transaccional, las *representations and warranties* y sus alcances, la propiedad desde la teoría económica; y, la propiedad sobre la información, el siguiente capítulo se concentrará en desarrollar los costos de transacción que se están generando por la falta de una regla supletoria establecida sobre *sandbagging* y la tendencia *anti-sandbagging* en el Perú.

⁸⁸ El profesor Alfredo Bullard expone fuertes argumentos en contra de las patentes y derechos de autor señalando que otorgar un derecho de exclusión a los productores de la innovación no siempre es beneficioso, especialmente al considerar el alcance y duración de estos derechos. Ello se debe a que la propiedad intelectual significa el otorgamiento de un monopolio sobre la información producida, por lo que i) se reducirá la competencia; ii) como monopolistas, se restringirá la información para evitar el desarrollo de nuevas invenciones relacionadas, lo cual reducirá las posibilidades de innovación del resto de la sociedad; y, iii) al ser derechos intangibles, habrá mayores costos de *enforcement* de las leyes. Por otro lado, no todo productor de información o innovación tiene motivos puramente económicos, ello dependerá del sector de la innovación. Por ejemplo, los investigadores de derecho suelen buscar la obtención de prestigio y/o satisfacción personal o académica y no beneficios económicos. Por ello, el que un libro o artículo de un investigador en derecho sea pirateado muchas veces significará que las ideas alcanzarán a más personas, lo cual estará alineado con los intereses no monetarios referidos (Bullard, 2006, p. 219-228). Sin perjuicio de ello, el profesor Bullard sí señala que su posición no es aplicable al uso de información privada, como la que se mantiene en secreto en una negociación contractual (Bullard, 2006, p. 444-445).

CAPÍTULO IV: LAS APARIENCIAS ENGAÑAN. EL *PRO-SANDBAGGING* PARCIAL COMO UNA REGLA SUPLETORIA EFICIENTE

En los años 90, en Suiza existía un grave problema de consumo de heroína y otras drogas opioides en los años 90. El Parque *Platzspitz*, el cual era famoso por estar en el corazón de Zurich frente a un hermoso hotel y cerca al Museo Nacional Suizo, era conocido como “*Needle Park*” debido al abierto uso de drogas de grandes grupos de personas. En consecuencia a ello, los consumidores de drogas fallecían por sobredosis y compartían agujas lo cual incrementaba los casos de VIH y hepatitis C.

Por ello, Suiza implementó una política controversial, pero pragmática. En 1994 se empezó a entregar heroína y drogas opioides a los consumidores. De esta forma, se les proveía de servicios médicos y soporte mientras consumían drogas entregadas por el Estado en infraestructura especializada. Producto de ello, los casos de VIH, hepatitis C, muertes por sobredosis e índices de criminalidad se redujeron radicalmente (Knopf, 2019, p.6).

Soluciones como esas no son fáciles de aceptar. Suelen ir en contra de la moral a primera vista y chocar con perspectivas más convencionales. En el mundo contractual, lo mismo sucede con el *sandbagging*. A primera vista, pareciera que el *sandbagging* no debe ser permitido salvo las partes así lo acuerden. Sin embargo, las apariencias engañan.

Al igual que Suiza, la permisibilidad (parcial) podría ser la respuesta a los problemas que genera el *sandbagging*. Como se explicará en el presente capítulo, el *sandbagging* y la regla supletoria al respecto significan más que la solución a una controversia especializada sobre M&A.

La existencia de una regla supletoria establecida sobre *sandbagging* y la posición (pro/anti) de esta genera costos de transacción sobre ambas partes en una controversia sobre incumplimiento de *rep*. El presente capítulo se concentrará en explicar ello con el objetivo de concluir qué regla supletoria es más eficiente al reducir más costos de transacción.

I. PROBLEMAS Y COSTOS GENERADOS POR LA FALTA DE UNA REGLA SUPLETORIA ESTABLECIDA SOBRE *SANDBAGGING* EN EL PERÚ

Como fue señalado en el Capítulo II, debido a la falta de jurisprudencia al respecto y a la escases de doctrina existente sobre reglas supletorias sobre *sandbagging*, no podría afirmarse la existencia de una regla supletoria establecida en el Perú.

Dicha falta de una regla supletoria genera problemas específicos sobre las partes. Esta genera que las negociaciones sobre el *sandbagging* sean intensas y acaloradas; y, que los laudos arbitrales sobre *sandbagging* e incumplimientos de *rep* sean impredecibles.

En términos económicos, dichos problemas incrementan los costos de transacción entre las partes ya que las negociaciones son más difíciles (costos de negociación) y el resultado de un arbitraje es impredecible (costos de ejecución). Dicho ello, los siguientes apartados explicarán el detalle de ambos problemas.

A. Las negociaciones sobre *sandbagging* se mantienen intensas y acaloradas

A primera vista, uno puede suponer que la negociación sobre el *sandbagging* es acalorada y difícil. En ese sentido, la doctrina señala: “*Sandbag provisions are often among the final issues to be resolved in purchase agreement negotiations and can be emotionally charged*” (Kelly & Ervine, 2011, p.1).

En la misma línea, Charles Whitehead señala: “*Practitioners also report that sandbagging negotiations, when they arise, are often lengthy, emotional, and heated*” (ABA Merger & Acquisitions Model Stock Purchase Agreement 2010 citado en Whitehead, 2011, p. 1011).

Después de todo, proponer una cláusula sobre el *sandbagging* en la negociación genera desconfianza entre las partes.

Del comprador proponer una cláusula *pro-sandbagging*, el vendedor desconfiará de la veracidad de las propias *reps* que ha ofrecido, al creer que el comprador conoce o cree que estas son falsas.

A su vez, del vendedor proponer una cláusula *anti-sandbagging*, el comprador creerá que el vendedor sabe que las *reps* que ha ofrecido pueden ser falsas al haber sido ofrecidas en base a una investigación poco diligente, por lo que este quiere transferirle el riesgo de revisión de la información.

De esta forma, la desconfianza al negociar el *sandbagging* se genera por la creencia de cada parte que la otra tiene más información de la que está mostrando. Ya sea al proponerse una cláusula *pro-sandbagging* o *anti-sandbagging*, cada parte cree que la otra tiene información que no quiere compartir.

Como será desarrollado extensamente más adelante, la información es un bien costoso de producir, pero su producción es conveniente para la sociedad al motivar la celebración de muchos contratos y/o permitirles regular de mejor forma los términos de sus contratos.

Por el lado del vendedor, este siempre compartirá (tarde o temprano) la información que cuente sobre incumplimiento de *rep*, después de todo nadie se reservará información sobre el incumplimiento de un aseguramiento que uno mismo está ofreciendo. De esta forma, la información que produce el vendedor le es beneficiosa pues le permitirá determinar el alcance de las *reps* ofrecidas y el precio a solicitar por la empresa *target*.

Sin embargo, del lado del comprador, una cláusula sobre *sandbagging* sí determina si la información del comprador tiene algún impacto sobre su posibilidad de reclamar un incumplimiento de *rep*.

De pactarse una regla *anti-sandbagging*, la información que el comprador tiene y, en particular, aquella que pudo conocer afectarán su posibilidad de reclamar un incumplimiento

de *rep*. Por otro lado, de pactarse una regla *pro-sandbagging*, la información del comprador es indiferente para su derecho de reclamo por incumplimiento de *rep*.

En consecuencia, de pactarse una cláusula *anti-sandbagging*, la información producida o que pudo producirse le estaría siendo perjudicial al comprador.

Sin embargo, es conveniente para la sociedad que el comprador produzca información sobre la empresa *target*, pues ello le permitirá determinar el precio a pagarse por ésta y los términos del contrato considerando las contingencias existentes y circunstancias de la *target*. El penalizar la producción de dicha información (*anti-sandbagging*) desincentiva que el comprador incurra en el costo de producirla y prefiera requerir al vendedor *reps* con alcances muy amplios.

Lo anterior se debe a que una regla sobre *sandbagging* en realidad está asignando la propiedad de la información del comprador a sí mismo (*pro-sandbagging*); o, al conjunto de las partes en la transacción (*anti-sandbagging*).

Una regla *pro-sandbagging* significa la asignación de propiedad privada sobre la información del comprador al permitirle utilizar la información producida para negociar el alcance de los *reps*/aseguramientos sin una penalización, lo cual implica centralizar los beneficios producidos por la producción de información en su persona y no beneficiar a terceros que no asumieron el costo de su producción.

Por otro lado, una regla *anti-sandbagging* significa que la información será pública entre el comprador y vendedor al obligar al comprador a compartir la información que produzca e incluso transferirle el riesgo de la producción diligente de información debido a lo que “pudo conocer”. La penalización de no cumplir lo anterior será la pérdida de su derecho a reclamar una indemnización por incumplimiento de *rep*, lo cual implica que el vendedor se verá beneficiado de información cuyo costo de producción no asumió.

Por lo tanto, la no existencia de una regla supletoria sobre el *sandbagging* significa que el ordenamiento no ha establecido la titularidad de la propiedad de esa información del comprador, por lo que cada parte seguirá asumiendo los costos de una intensa y acalorada negociación. En la misma línea:

Un objetivo legal importante es lubricar las negociaciones privadas reduciendo los costos de transacción. Un procedimiento destacado en que la ley puede hacer esto es la definición de derechos de propiedad simples y claros. Es más fácil negociar cuando los derechos legales son simples y claros que cuando son complicados e inciertos (Cooter & Ulen, 2016, p. 131).

B. Impredecibilidad de laudos arbitrales

Como se dijo, la falta de una regla supletoria sobre *sandbagging* en el Perú implica que no está establecida cuál es la consecuencia que tiene el conocimiento del comprador sobre su reclamo indemnizatorio por incumplimiento de *rep*.

En consecuencia, la alegación de dicho conocimiento en una controversia sobre incumplimiento de *rep* significará que las partes y los juzgadores deberán invertir recursos en el ejercicio interpretativo/integrativo del contrato y las instituciones del ordenamiento aplicable para determinar dicha regla supletoria, lo cual finalmente puede significar decisiones variadas sobre el mismo asunto.

Como se dijo, en el Perú y muchos países del mundo, el arbitraje se ha convertido en el mecanismo natural de resolución de disputas (Núñez del Prado, 2019, p.112). Este es el medio de solución de controversias preferido por el mercado por la flexibilidad que le otorga a las partes.

En particular, en el campo de M&A y en el Perú, todo contrato de compraventa de acciones suele tener un convenio arbitral. Ello se debe a las ventajas que otorga el arbitraje al permitir que las partes escojan árbitros especializados en la materia, decidan las reglas del arbitraje y se beneficien de la confidencialidad del arbitraje. Sin embargo, es la misma

confidencialidad lo que obliga a cada tribunal arbitral a realizar su propio análisis sin mayor referencia.

El costo de análisis es significativo ya que el *sandbagging* forma parte de un conjunto de cláusulas, conceptos e instituciones importadas del derecho contractual-corporativo anglosajón. Dicho conjunto de figuras anglosajonas han sido incorporadas paulatinamente en la práctica peruana ya que permiten una mejor distribución de riesgos entre las partes y están adaptadas a satisfacer los intereses de las partes en estas transacciones. Nos referimos a las *representations and warranties*⁸⁹, las cláusulas de ajuste de precio⁹⁰, los *covenants*, la cláusula *material adverse effect*, etc.

Sin embargo, a pesar de los beneficios de la importación de dichas cláusulas, el panorama se complejiza al iniciarse un conflicto sobre estas nuevas figuras ya que deberán ser interpretadas en conjunto con figuras propias de países del *civil law* como el error, el dolo, la buena fe, los vicios ocultos, la responsabilidad civil, etc.

Todos los operadores jurídicos que se dedican al área de solución de controversias conoce estas figuras propias del derecho civil, pero muchos no comparten posición sobre sus alcances y límites.

Los abogados dedicados al derecho corporativo y arbitraje pueden ser influenciados por distintas áreas en su desarrollo profesional como una influencia del derecho civil tradicional, derecho constitucional, análisis económico del derecho, etc. Dependiendo qué estilo de práctica mantenga el árbitro, este puede llegar a conclusiones distintas sobre la

⁸⁹ Como será profundizado más adelante, existe una discusión entre los países del civil law sobre la naturaleza jurídica de las *representations and warranties*. Una primera postura considera que son obligaciones y la segunda postura considera que son relaciones de garantía. La toma de una u otra postura tiene efectos fundamentales sobre qué normas del Código Civil son aplicables y qué remedios son oponibles. De esta forma, esta distinción termina muchas veces por inclinar la balanza en controversias de este tipo.

⁹⁰ Por ejemplo, las cláusulas de ajuste de precio permiten que las partes lleguen a un acuerdo al mantener una parte del precio por determinarse en base a los resultados o flujos de efectivo futuros de la empresa. Esto sucede debido a que el vendedor tiene una estimación optimista del valor de la empresa en base a resultados futuros positivos, mientras el comprador es moderado en sus estimaciones o incluso pesimista por lo que ofrece un menor precio de compra. En consecuencia, los costos de negociación entre las partes disminuyen y les es posible lograr un acuerdo a pesar de las distintas estimaciones que tienen sobre el valor de la empresa.

misma controversia, especialmente al interpretar una figura de tan complejo análisis como el *sandbagging*.

Ello agregado a la escasa doctrina existente sobre las reglas supletoria sobre *sandbagging*, tiene como consecuencia la impredecibilidad de laudos arbitrales en controversias sobre *sandbagging* e incumplimiento de *rep* en el Perú.

De esta forma, los costos de ejecución de un contrato de compraventa de acciones se incrementan ya que el cumplimiento de lo pactado en el contrato se dificulta al las partes no poder predecir si los reclamos indemnizatorios del comprador serán atendidos o no⁹¹.

II. PROBLEMAS Y COSTOS GENERADOS POR LA TENDENCIA *ANTI-SANDBAGGING*

En el mismo sentido que la sección anterior, la presente sección explicará los problemas generados por la tendencia *anti-sandbagging* que ha sido planteada en la escasa doctrina al respecto en el Perú.

Ahora, ello no implica que dicha tendencia tenga la condición de una regla establecida, por lo que las partes seguirán incurriendo en los costos originados por ello⁹². Sin embargo, sí ofrece la oportunidad de evaluar los costos que una regla *anti-sandbagging* generaría ya que dicha tendencia será considerada por las partes al momento de negociar y ejecutar el SPA.

⁹¹ Las *reps* y las cláusulas de indemnidad son cláusulas típicas de un SPA, por lo que una dificultad para su cumplimiento en los términos pactados es un costo de ejecución. En consecuencia, al las partes no poder predecir qué posición tomará un tribunal arbitral sobre la regla supletoria sobre *sandbagging* (pro/anti), se dificultará la ejecución del contrato (ya sea al comprador reclamar una indemnización por incumplimiento de *rep* o al vendedor rechazar el pago de la indemnización por el conocimiento del comprador, según el caso). En ese contexto, para ejecutar el contrato, las partes tendrán que invertir recursos adicionales en iniciar un arbitraje, abogados, pruebas, etc.

⁹² La tendencia *anti-sandbagging* no significa que las partes podrán evitar los costos originados por la falta de una regla establecida. Por ejemplo, en el Perú, los laudos arbitrales se mantendrán impredecibles ya que las partes deberán incurrir en los costos de ejecución (abogados, pruebas, honorarios a árbitros, etc), a pesar de la tendencia *anti-sandbagging*, para convencer al tribunal de su posición.

En consecuencia, la presente sección se enfocará en los problemas y costos originados por una regla supletoria *anti-sandbagging* y culminará determinando qué regla supletoria es más eficiente al generar menos costos de transacción. Entonces, los problemas generados a explicarse son: a) el análisis probatorio extenso; y, b) desincentivos a la producción de información

A. Análisis probatorio extenso en las controversias sobre incumplimiento de *rep*

Al el arbitraje ser el medio de solución de controversias preferido para las controversias en M&A en el Perú, esto les permite a las partes tener un análisis probatorio profundo. Después de todo, la especialización de las partes y árbitros implicados significará que prestarán especial atención a las pruebas ofrecidas por estas⁹³.

No obstante, ello termina siendo una espada de doble filo. Una regla *anti-sandbagging* implica que el conocimiento del comprador afectará su posibilidad de reclamar una indemnización por incumplimiento de *rep*. Ello significa que una regla *anti-sandbagging* incorpora un requisito adicional al reclamo indemnizatorio por incumplimiento de *rep*: el desconocimiento del comprador (tanto lo efectivamente conocido o lo que se pudo conocer).

Sin embargo, probar la existencia o inexistencia del conocimiento o lo que se pudo conocer es muy difícil de hacer. Si bien la carga de la prueba corresponde a quien alegue el conocimiento (el vendedor), ello no evita a ambas partes el extenso análisis probatorio.

De esta forma, ambas partes y el tribunal arbitral deberán analizar miles de correos emitidos entre las partes y entre sus asesores legales, contables y financieros, los borradores del contrato de compraventa de acciones, los resultados del *due diligence*, las versiones del *disclosure schedule*, etc. Todo ello se agrava si existen pruebas testimoniales sobre el

⁹³ Incluso probablemente se acordará una etapa de exhibición de documentos, lo cual significará un análisis aún más amplio de pruebas.

conocimiento del comprador, lo cual significaran extensos y complejos interrogatorios en las audiencias.

Por lo tanto, debido a la consecuencia de una regla supletoria *anti-sandbagging* de incorporar el no conocimiento del comprador como requisito adicional para una indemnización por incumplimiento de *rep* y a la dificultad de probar dicho conocimiento, se generan costos de ejecución adicionales sobre las partes.

Como se ha señalado, en el Perú solo existe una tendencia *anti-sandbagging* y no una regla establecida, pero ello no significa que las partes evitarán los costos adicionales de ésta.

Al no existir una regla establecida y sí una tendencia, el tribunal arbitral no podrá evitar el análisis probatorio que requiere el *anti-sandbagging*, por lo que las partes deberán asumir los referidos costos de ejecución adicionales (abogados, producción/análisis de pruebas, tiempo, etc).

Ello sería distinto si existiera una tendencia *pro-sandbagging*, de forma que el tribunal se enfocaría en determinar si dicha regla *pro-sandbagging* es aplicable y, en consecuencia, determinar si el conocimiento afecta el reclamo del comprador, antes de profundizar en las pruebas sobre dicho conocimiento.

B. Desincentivos a la producción de información

Como se señaló, una regla supletoria sobre el *sandbagging* está asignando un derecho de propiedad sobre la información del comprador producida sobre la empresa *target*. De esta forma, una regla *pro-sandbagging* le asigna un derecho de propiedad al comprador por lo que la información será privada y podrá obtener los beneficios de dicha información (en la negociación del contrato) sin la penalización de perder su derecho de reclamo por incumplimiento de *rep*.

Por otro lado, una regla *anti-sandbagging* significa que la información sobre la empresa *target* será pública (entre ambas partes) y deberá compartirse. De lo contrario, la consecuencia será la pérdida del derecho a reclamar una indemnización por el incumplimiento de *rep* conocido o que pudo conocerse.

En consecuencia, una regla supletoria *anti-sandbagging* desincentiva a los compradores a realizar un *due diligence* profundo ya que serán castigados de obtener o poder haber obtenido información sobre algún incumplimiento de *rep*. En otras palabras, se genera un desincentivo al comprador de producir información sobre la empresa *target* materia de la transacción.

La información en transacciones de M&A suele ser productiva ya que es lo que permite a las partes a celebrar la transacción. Mediante esta, ambas partes les es posible estimar el valor de la empresa por adquirirse y acordar los términos del contrato (al conocer las contingencias o circunstancias de la empresa *target*).

El desincentivo a producir información del comprador genera que las partes deban invertir mayores recursos en la negociación al dificultárseles estimar el valor de la empresa *target* y dificultárseles llegar a un acuerdo sobre la amplitud de las *reps* otorgadas. Debido a la regla *anti-sandbagging*, se incrementan los costos de negociación al no existir un derecho de propiedad privado claro y simple sobre dicha información (Cooter & Ulen, 2016, p. 131).

En cambio, la regla *pro-sandbagging* no genera un desincentivo a la producción de información en ninguna de las partes. El comprador tendrá incentivos a producir información ya que esta no perjudicará sus reclamos indemnizatorios y le permitirá beneficiarse de la información obtenida en la negociación del contrato. A su vez, el vendedor tendrá incentivos a producir información ya que esta le permitirá ofrecer *reps* diligentemente y negociar de mejor forma los términos del contrato.

C. ¿Y cuál es mejor? La regla *pro-sandbagging* parcial como la regla supletoria más eficiente

Hasta este punto, se ha descrito los costos generados por una regla *anti-sandbagging*, a pesar de que en el Perú solo existe una tendencia *anti-sandbagging* y no una regla establecida. Dicha tendencia significa que las partes cuantificarán un porcentaje de los costos que implica una regla *anti-sandbagging*, dependiendo de la probabilidad de serles aplicada por un tribunal arbitral⁹⁴.

Sin perjuicio de ello, como se dijo, la regla *anti-sandbagging* implican mayores costos de transacción. Esta implica mayores costos de ejecución ya que se realiza un análisis probatorio extenso para determinar el conocimiento del comprador; y, mayores costos de negociación ya que se genera un desincentivo al comprador de producir información al no asignársele un derecho de propiedad privada sobre dicha información.

En cambio, la regla *pro-sandbagging* elimina toda discusión sobre el conocimiento del comprador, por lo que las controversias al respecto desaparecen; y, asigna un derecho de propiedad privada sobre la información del comprador generando incentivos para su producción. En otras palabras, una regla supletoria *pro-sandbagging* reduce los costos de transacción generados por la regla supletoria *anti-sandbagging*.

Sin perjuicio de ello, la regla *pro-sandbagging* pura también genera costos de transacción sobre el vendedor. Debe recordarse que el *sandbagging* se refiere a los incumplimientos de *rep* que el comprador efectivamente conoció y a los que pudo conocer.

⁹⁴ Por ejemplo, de pactarse en un convenio arbitral que el tribunal arbitral estará compuesto por árbitros que han manifestado su posición *anti-sandbagging* en la doctrina, ponencias y otros ámbitos académicos, es muy probable que se aplique una regla supletoria *anti-sandbagging* en la posterior controversia, por lo que las partes incurrirán en el análisis probatorio extenso (mayores costos de ejecución) y el comprador estará desincentivado a producir información (mayores costos de negociación). En cambio, dichos costos serán multiplicados por una probabilidad menor si en el ámbito nacional comienza a surgir árbitros con la posición *pro-sandbagging* y se pacta en el convenio arbitral el nombramiento de alguno.

Establecer que el comprador podrá aprovechar los incumplimientos de *rep* que el comprador efectivamente conoció implica que el vendedor estará incentivado en protegerse de dicha circunstancia. Considerando ello, el vendedor incurrirá en mayores costos de negociación al invertir mayores recursos en investigar la empresa *target* para descubrir todo potencial incumplimiento de las *reps* que ofrecerá y al invertir tiempo de negociación en incorporar una cláusula *anti-sandbagging* (cláusulas de defensa y control) (Escobar, 2020, p 276).

Por otro lado, los incumplimientos de *rep* que el comprador pudo conocer forman parte de la distribución de riesgos acordadas mediante las propias *reps*, por lo que no generan costos de transacción para el vendedor, pues son producto de la negociación normal del SPA.

En consecuencia, la regla supletoria más eficiente, al generar menores costos de transacción, es la regla supletoria *pro-sandbagging parcial*. De esta forma, el comprador solo podrá realizar *sandbagging* sobre incumplimientos de *reps* que pudo conocer, pero que no efectivamente conoció.

En cualquier caso, las afirmaciones aquí señaladas requieren mayor fundamentación y desarrollo, por lo que se retomará ello en el capítulo V de la presente investigación al determinar la regla supletoria aplicable en el Perú.

III. LA FALTA DE UNA REGLA SUPLETORIA ESTABLECIDA Y LA TENDENCIA *ANTI-SANDBAGGING* AFECTA LA GENERALIDAD DE CONTROVERSIAS SOBRE INCUMPLIMIENTOS DE *REP*

Si bien ya se explicó los problemas y costos generados por la falta de una regla supletoria establecida y la tendencia *anti-sandbagging*, la existencia de ambas situaciones en el país afecta a la generalidad de controversias sobre incumplimientos de *rep*.

A primera vista, uno podría considerar que el *sandbagging* es una situación muy particular, la cual no genera mayor problema, salvo a las partes en controversias específicas en las que se discuta. No obstante, su alcance es mucho más amplio de lo que se creería.

El *sandbagging* se basa en las *representations and warranties* enteramente. No es una figura independiente y requiere que las partes hayan ofrecido *reps* en la transacción para que sea relevante.

Como vimos, las *representations and warranties* son cláusulas indispensables en las transacciones de M&A ya que permiten que las partes se distribuyan riesgos sobre hechos y contingencias de la empresa a transferirse. En términos generales, estas siempre son incluidas.

Por ello, gran parte de las controversias de M&A son sobre incumplimientos de *reps* ya sea discutiendo si efectivamente se incumplieron a un nivel fáctico, si se cumplió con el proceso indemnizatorio acordado, si nos encontramos dentro de su plazo de vigencia, etc.

Sin perjuicio de eso, el *sandbagging* puede ser descompuesto en elementos concretos. Estos son: i) el conocimiento del comprador; ii) el derecho de reclamar una indemnización por incumplimiento de *rep*; y, iii) la consecuencia que tiene el primer elemento sobre el segundo.

Como se señaló, una *default rule* sobre *sandbagging* en realidad solo regula el impacto que tiene el elemento de conocimiento del comprador sobre el elemento del derecho de reclamo. Es decir, establece la permisibilidad del reclamo indemnizatorio, a pesar del conocimiento, o no lo hace.

¿Y esto por qué es importante? Porque al no existir una regla supletoria establecida, pero sí una tendencia *anti-sandbagging* en el Perú, toda controversia de M&A sobre incumplimiento de *rep* puede implicar la discusión sobre cuál es la consecuencia del

conocimiento del comprador sobre su posibilidad de reclamar una indemnización y si existió dicho conocimiento.

Finalmente, cualquier alegación del vendedor⁹⁵ sobre la existencia (efectiva o que pudo conocerse) de conocimiento del comprador sobre un incumplimiento de *rep* perjudicará su posibilidad de reclamar una indemnización.

A partir de ese momento, ambas partes deberán incurrir en el costoso análisis probatorio para determinar si el comprador tiene conocimiento del incumplimiento o si, en primer lugar, se aplica una regla pro o anti *sandbagging* en el país.

De esta forma, la falta de una regla supletoria establecida y la tendencia *anti-sandbagging* en el Perú generan problemas y costos de transacción aplicables a todas las controversias sobre incumplimientos de *rep*. Considerando ello, como se señaló, los costos de transacción referidos pueden ser reducidos mediante el establecimiento de una regla supletoria *pro-sandbagging* parcial.

Sin embargo, es necesario realizar el proceso de interpretación/integración del contrato y de las instituciones civiles aplicables en el país que realizaría un tribunal arbitral para determinar cuál es la regla supletoria sobre *sandbagging* en nuestro ordenamiento.

⁹⁵ Iniciada una controversia, los vendedores estarán incentivados a alegar el conocimiento del comprador como argumento para perjudicar su derecho de reclamo por incumplimiento de *rep*. Sin embargo, ello no siempre es realizado por conveniencia u oportunismo. El *sandbagging* se refiere al conocimiento obtenido o que pudo obtenerse, por lo que considerando la significativa cantidad de información que es transmitida entre las partes y la extensión de un *due diligence*, es sencillo que el vendedor considere de buena fe (honestamente) que el comprador conoció o pudo conocer del incumplimiento de *rep*. En ese marco, el problema no se encuentra en la integridad del vendedor en su defensa legal, sino en el incremento de costos en la generalidad de controversias sobre incumplimiento de *rep*.

CAPÍTULO V: DETERMINANDO LA REGLA SUPLETORIA SOBRE SANDBAGGING EN EL PERÚ

Como se explicó, las reglas supletorias tienen la función económica de reducir costos de transacción. En consecuencia, una regla supletoria eficiente es aquella que cumpla dicha función y reduzca costos de transacción.

Ahora, para determinar qué regla supletoria es eficiente para las partes, los juzgadores (en este caso, los árbitros) deben encontrar el consentimiento hipotético de las partes para determinar qué habrían pactado las partes para llenar ese vacío contractual.

Existen dos formas de encontrar dicho consentimiento hipotético. En primer lugar, determinar el estándar de mercado o lo que las partes suelen pactar en ese tipo de transacciones o circunstancias sobre esa materia en específico. En este caso, las partes en transacciones de M&A y contratos de compraventa de acciones en el Perú suelen pactar una regla *pro-sandbagging* (Garrigues, 2020, p. 18).

En segundo lugar, al las partes ser maximizadores de beneficios, estas acordaran cláusulas contractuales eficientes asignando costos y riesgos a quien pueda asumirlos a menor costo y, en consecuencia, maximizando la ganancia producida por el contrato.

Ambas formas de encontrar el consentimiento hipotético han sido desarrolladas por el análisis económico del derecho y forman parte del *gap-filling*, como el método para completar contratos que las cortes anglosajonas utilizan.

Llevado a países bajo el *civil law* como Perú, las cortes y tribunales arbitrales también tiene la tarea de completar los contratos incompletos, la cual es realizada mediante la interpretación/integración del contrato y de las instituciones de derecho aplicables para determinar la regla supletoria eficiente existente en el Perú.

En este caso, como se analizó en el capítulo anterior, una regla *pro-sandbagging* parcial es más eficiente que una regla *anti-sandbagging* y un regla *pro-sandbagging* pura al reducir costos de transacción entre las partes al asignar un derecho de propiedad sobre la información del comprador; evitar todo costo de ejecución en relación al conocimiento del comprador (pruebas, inicio de controversias, abogados, entre otros); y, evitar elevar los costos de negociación de los vendedores.

En ese sentido, la presente sección realizará dicho ejercicio de interpretación/integración del contrato y de las instituciones de derecho aplicables en el Perú que realizaría un tribunal arbitral para determinar si, considerando ello, podría afirmarse la aplicación de una regla supletoria *pro-sandbagging* parcial en el Perú.

Dicho ejercicio se realizará siempre bajo la óptica de la eficiencia, por lo que una interpretación/integración realizada por abogados/árbitros bajo una óptica o principios diferentes podría llevar a una conclusión distinta. El aporte del análisis económico del derecho en esta materia es proporcionar una nueva perspectiva sobre los problemas, costos y soluciones que una regla supletoria sobre *sandbagging* puede implicar.

Establecido ello, visto de otra forma, el *sandbagging* es simplemente el reforzamiento de la ejecutabilidad de lo pactado por las partes y de la asignación de riesgos realizada mediante las *representations and warranties*. En otras palabras, el vendedor responderá por el incumplimiento de una *rep* en los términos pactados, sin considerar otras variables como el conocimiento del comprador.

Una regla supletoria *pro-sandbagging* parcial es simplemente la aplicación directa y sin obstáculos de las *representations and warranties*. En consecuencia, en el ejercicio de interpretación/integración que se realizará deberá evaluarse aquellas instituciones que pueden afectar la aplicación de las *reps*.

Por lo tanto, la siguiente sección concluirá si se aplica una regla supletoria *anti-sandbagging* o *pro-sandbagging* -y en qué términos- en base a las instituciones de derecho

peruanas que pueden afectar lo pactado por las partes sobre las *representations and warranties*.

En ese marco, las instituciones centrales que serán analizadas en el presente capítulo son: i) la responsabilidad por inexecución de obligaciones, ii) los vicios ocultos; iii) la buena fe, el deber de información y los vicios de la voluntad; y iv) el deber de mitigación.

I. LAS REPRESENTATIONS AND WARRANTIES (NO) SON OBLIGACIONES

En primer lugar, debe evaluarse si las *reps* son o no obligaciones ya que ello determinará si son aplicables las normas sobre responsabilidad por incumplimiento de obligaciones.

Como ha sido señalado anteriormente, las *reps* son pactadas sobre una generalidad de hechos sobre la empresa *target* y en conjunto con una cláusula indemnidad, la cual regula el alcance económico de la indemnización a pagarse (*caps*, *baskets*, entre otros) de verificarse el hecho asegurado en el plazo acordado.

De las *reps* ser obligaciones, ello significa que las partes deberán tener en cuenta la nulidad de los acuerdos que excluyen o limiten la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable regulada en el artículo 1328° del Código Civil y los plazos de la prescripción de la responsabilidad por inexecución de obligaciones regulada en el artículo 2001° del Código Civil.

A su vez, afectando directamente al *sandbagging*, de las *reps* ser obligaciones, el artículo 1326° del Código Civil señala que: “Si el hecho doloso o culposo del acreedor hubiese concurrido a ocasionar el daño, el resarcimiento se reducirá según su gravedad y la importancia de las consecuencias que de él deriven”.

Dicho artículo puede implicar que al comprador poder conocer el incumplimiento de *rep* (hecho culposo) o conocer efectivamente el incumplimiento de *rep* (hecho doloso) sus

acciones han concurrido en la ocurrencia del daño por el incumplimiento de la *rep*, por lo que el *sandbagging* no sería permitido. En otras palabras, de las *reps* ser obligaciones, el artículo 1326° referido estaría determinando una regla supletoria *anti-sandbagging*.

Por todo lo señalado, los siguientes apartados se enfocarán en determinar si las *representations and warranties* son obligaciones o, por el contrario, tienen otra naturaleza jurídica.

A. Los contratos no solo se limitan al ámbito obligacional

En el Perú, el artículo 1402° del Código Civil señala que “el objeto del contrato consiste en crear, regular, modificar o extinguir obligaciones”, lo cual llevaría a concluir que el contrato solo se limita al campo obligacional.

Si bien esa fue la postura tradicional, actualmente la postura mayoritaria es que el contrato puede generar cualquier tipo de relación jurídica patrimonial, de conformidad con el artículo 1351 del Código Civil⁹⁶. En ese sentido, Hugo Forno señala:

La definición que contiene el artículo 1351 del Código Civil suministra una idea no sólo de su estructura -acuerdo de dos o más partes-, sino también de su función, es decir, indica que este instrumento sirve para crear, regular, modificar o extinguir relaciones jurídicas patrimoniales. La referencia a un concepto amplio como es el de “relación jurídica patrimonial” permite precisamente asignar al contrato una función que no está circunscrita únicamente al campo de las relaciones obligatorias sino a cualquier tipo de relación jurídica que, siendo o no una obligación, tenga contenido patrimonial. (Forno, 2014, p. 288)

En la misma línea, Freddy Escobar señala:

Particularmente, considero que el debate en cuestión no debería haber surgido, pues en mi opinión resulta indiscutible que bajo el Código Civil de 1984 el contrato puede, además de crear -modificar o extinguir- obligaciones, constituir y transferir derechos

⁹⁶ “Artículo 1351. - El contrato es el acuerdo de dos o más partes para crear, regular, modificar o extinguir una relación jurídica patrimonial”

reales (e incluso producir otro tipo de consecuencias que no pueden ser explicadas a la luz de las categorías tradicionales). (Escobar, 2002, p. 46)

La transición de la postura tradicional a la postura actual sobre los alcances del contrato en la doctrina peruana inició al discutirse la posibilidad del contrato de compraventa de inmuebles de tener efectos reales (es decir, transferir la propiedad) o meros efectos obligacionales (al solo establecer la obligación de transferir).

Desde la postura tradicional, Manuel De la Puente y Lavalle señala que el contrato tiene efectos exclusivamente obligacionales y que no puede tener efectos reales por sí solo (2014, p. 285).

En su opinión, el Código Civil peruano ha adoptado la teoría del título y modo tanto para la transferencia del bien mueble regulado en el artículo 947⁹⁷ del Código Civil y la transferencia del bien inmueble regulado en el artículo 949⁹⁸ del Código Civil (De la Puente & Lavalle, 2014, p. 281).

La teoría del título y modo establece que la transferencia de propiedad de un bien estaba condicionada a la realización de dos actos. Primero, el título, el cual es la justificación jurídica de la transferencia de propiedad o desplazamiento patrimonial y, segundo, el modo el cual es el mecanismo objetivo establecido en el Derecho que daba publicidad a la transferencia (Forno, 2014, p. 291).

Ahora, la referida adopción de la teoría del título y modo en el Perú se ve claramente en la regulación sobre la transferencia de bienes muebles al requerirse la tradición como modo, cuyo cumplimiento efectúa la transferencia de propiedad del bien mueble.

Sin embargo, ello no es tan claro en la transferencia de bien inmueble ya que el artículo 949° del Código Civil dispone que la sola obligación de enajenar el inmueble hace

⁹⁷ “Artículo 947.- La transferencia de propiedad de una cosa mueble determinada se efectúa con la tradición a su acreedor, salvo disposición legal diferente.”

⁹⁸ “Artículo 949.- La sola obligación de enajenar un inmueble determinado hace al acreedor propietario de él, salvo disposición legal diferente o pacto en contrario.”

al acreedor propietario del mismo, por lo que no existiría la realización del modo entendido como una acción/evento independiente del título para la transferencia de propiedad.

En opinión de Manuel De la Puente y Lavalle, mediante el artículo 949° sobre transferencia de bien inmueble únicamente se ha determinado que la ley es el modo para la transferencia de propiedad en este tipo de bienes. A su criterio, la teoría del título y modo se aplicaría sin dificultades a la transferencia de propiedad de los bienes muebles e inmuebles, siendo el modo la tradición y la ley, respectivamente. En consecuencia, el contrato se limitaría al campo obligacional.

No obstante, dicha postura ha sido rebatida por otros profesores del derecho de contratos. En ese sentido, se señala que la ley (norma jurídica) no puede ser el modo ya que esta no tiene la condición de hecho jurídico⁹⁹ como sí lo tiene la tradición o el acto de inscripción registral (Escobar, 2002, p. 58).

En esa línea, respecto a la discusión sobre el contrato limitado al campo obligacional y la transferencia de bien inmueble, Hugo Forno afirma que no es posible que la “obligación de enajenar” descrita en el artículo 949° sea una verdadera obligación ya que carece de un elemento esencial, esto es la prestación¹⁰⁰ (Forno, 2014, p. 298-299).

Para Forno, la prestación consiste en una conducta o actividad del obligado que requiere ser realizada para la satisfacción del interés privado del acreedor. Sin embargo, de acuerdo a su texto literal, la sola “obligación de enajenar” del artículo 949° del Código Civil transfiere el derecho de propiedad. Es decir, se transfiere automáticamente la propiedad por su sola existencia, quedando satisfecho el interés del acreedor sin requerir acto o conducta del obligado (Forno, 2014, p. 298-299). En sus palabras:

⁹⁹ “En efecto, un hecho jurídico no es otra cosa que un evento o acontecimiento producido por la naturaleza o el hombre, que se encuentra descrito en la parte hipotética de una norma con el fin de que produzca ciertas consecuencias jurídicas al momento de verificarse en la realidad.” (Escobar, 2002, p. 58)

¹⁰⁰ El entendimiento de la prestación como el objeto o contenido de la obligación es prácticamente unánime en el derecho civil. En ese sentido, “El objeto de la obligación es la *prestación* y se define como la actividad humana que va a tener que ser desplegada por el deudor y que va a consistir en un efectivo dar, en un efectivo hacer o en un efectivo no hacer. Toda obligación, entonces, tiene por prestación el dar, el hacer o el no hacer algo.” (Castillo, 2017, p. 20)

Si la obligación consiste en transmitir el derecho de propiedad y ese efecto – según el artículo 949 del Código- se logra mediante la sola obligación -de enajenar-, esa obligación es absolutamente inútil pues no puede darse siquiera la secuencia de obligación -cumplimiento ya que el pago de tal obligación se produce, con independencia de toda actividad del deudor, por el hecho de su misma existencia; ella se paga por sí misma, es su propio cumplimiento. (Forno, 2014, p. 299)

En consecuencia, la “obligación de enajenar” descrita en el artículo 949° no tendría contenido, pues no hay ninguna prestación a realizarse. De esta forma, al ser una obligación sin contenido, dicho artículo en realidad reconoce la capacidad del contrato de tener efectos reales, esto es, de transferir la propiedad de bienes inmuebles por el solo acuerdo de voluntades.

Por lo tanto, como se señaló, la posición mayoritaria actual es que el contrato no se limita al ámbito obligacional y, en cambio, puede crear, modificar, regular o extinguir cualquier relación jurídica patrimonial.

B. Las *representations and warranties* no son obligaciones

Establecido que el contrato no se limita al ámbito obligacional, debe determinarse la naturaleza de las *representations and warranties* en el derecho contractual peruano, especialmente al considerar que es una figura importada que no ha sido recogida en alguna disposición normativa nacional.

Como se ha dicho, las *reps* son aseguramientos contractuales de hechos o circunstancias sobre la empresa *target* o el vendedor, por lo que no hay ninguna prestación que realice el vendedor a favor del comprador para su “cumplimiento”.

En el mismo sentido que lo expuesto sobre la transferencia de bien inmueble, la prestación es objeto y elemento esencial de las obligaciones, por lo que su inexistencia en las *reps* determina que estas no pueden ser obligaciones.

Después de todo, el acuerdo de garantizar un hecho o circunstancias no implica ninguna acción o conducta (positiva o negativa) por parte de la parte que ofrece el aseguramiento. En consecuencia, no podría afirmarse la existencia de una obligación cuya “prestación” sea de imposible realización¹⁰¹.

Dicha inexistencia de prestación también es importante respecto a la culpa y dolo obligacional¹⁰². De esta forma, el “incumplimiento” de *rep* es indistinto del actuar culposo o doloso del vendedor pues no hay una prestación como base en la relación jurídica.

Respecto a la referida naturaleza no obligacional de las *reps*, en palabras de José Antonio Payet:

Es importante subrayar, en este sentido, que la función de las declaraciones y garantías es actuar como verdaderos mecanismos de aseguramiento. Cuando el vendedor asegura que la empresa es titular de las licencias administrativas necesarias para la operación de sus negocios, responde frente al comprador en caso de que la realidad se desvíe de lo afirmado. Ello es independiente de que el vendedor haya o no tenido conocimiento de la falsedad de su declaración. **Esto es así porque las declaraciones y garantías no son obligaciones contractuales, sino situaciones fácticas que una de las partes asegura a la otra y por cuya inexistencia se compromete a indemnizarla. La declaración opera, de esa manera, como un aseguramiento de la cualidad prometida.** (Payet, 2009, p. 78) (Énfasis agregado)

En consecuencia, habiéndose dejado en claro que no son obligaciones, se debe señalar que las *representations and warranties* son relaciones de garantía al permitir que una parte asuma un riesgo concreto en favor de la otra (García, 2016, p. 260).

¹⁰¹ “Ahora bien, la prestación debe reunir ciertos requisitos como el de la patrimonialidad, la licitud, la determinabilidad y la posibilidad. A nosotros nos interesa por ahora destacar este último. Si la prestación consiste en una conducta que la relación de obligación impone al deudor y a la cual incluso puede ser constreñido, se entiende con facilidad que esa conducta debe ser de posible realización por él, porque no sería legítimo esperar del deudor e incluso constreñirlo a una actividad que su propia naturaleza humana no le permite alcanzar. Esto explica un fenómeno muy caro: que la obligación no tiene razón de establecerse si no existe la posibilidad de hecho de observarla e incluso de no observarla. Esto explica también la sanción de nulidad que se impone cuando la imposibilidad es inicial y la extinción de la relación de obligación cuando ella es sobrevenida.” (Forno, 2004, p. 530).

¹⁰² “En el incumplimiento de la obligación, el dolo alude a la intención con que el deudor ha obrado para inexecutar la prestación debida. También es denominado dolo obligacional.

[...]

El dolo, en suma, es el incumplimiento intencional”. (Osterling & Castillo, 2008, p. 840-841).

Dichas relaciones de garantía fueron tratadas inicialmente en la doctrina peruana por Hugo Forno al analizar la promesa de hecho de tercero, figura que está regulada en el Código Civil en los artículos 1470° y siguientes. En sus palabras:

Como toda relación de garantía, comprende en primer lugar la asunción de un riesgo, el cual se desplaza del promisorio al promitente, y consiste en la probabilidad de la ocurrencia de un daño, en el caso en que no tenga lugar el evento esperado, o sea, la asunción de la obligación o la ejecución del hecho por parte del tercero. La asunción de este riesgo es un efecto automático y directo del contrato de promesa y no requiere, por tanto, de ninguna prestación a cargo del promitente. En segundo lugar, también comprende una obligación en sentido técnico, que es la obligación de indemnizar al promisorio y que tiene como contenido una prestación de dar (una suma de dinero). (Forno, 2004, p. 538-539) (énfasis agregado)

Ahora, si bien son relaciones de garantía, las *representations and warranties* no están contempladas en el Código Civil, por lo que requieren que se acuerde una cláusula de indemnidad que determine la indemnización¹⁰³ (o salida del contrato, según el caso) a pagarse de verse incumplidas, a diferencia de la promesa de hecho de tercero.

Al no ser obligaciones, las partes tienen libertad de pactar los términos indemnizatorios por el incumplimiento de *rep* (ya sean *caps*, *baskets*, entre otros) ya que no es aplicable el artículo 1328°¹⁰⁴ del Código Civil sobre nulidad de pactos de limitación de

¹⁰³ La existencia una obligación de indemnización de verificarse el incumplimiento de *rep* puede llevar a confundir su naturaleza con el de una obligación bajo condición suspensiva. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la indemnización es futura y eventual, la cual depende de la materialización del evento asegurado y un daño. Además, el interés del receptor de la *rep* (el comprador) se concentra en el aseguramiento recibido y no en el pago de una indemnización (Forno, 2004, p. 542). En el mismo sentido, comentando la promesa de hecho de tercero, Hugo Forno señala: “El interés del promisorio no se concentra principalmente en la obtención de la indemnización sino en transferir al promitente el riesgo que pesa sobre su esfera jurídica. Por eso, cuando las partes estipulan a cargo del promisorio una atribución patrimonial recíproca (supuesto de la promesa onerosa), ella deberá pagarse al promitente aunque la obligación de indemnizar a cargo de este no se devengue (porque el tercero ejecutó el hecho prometido).” (Forno, 2004, p. 539)

¹⁰⁴ “Artículo 1328° del Código Civil .- Es nula toda estipulación que excluya o limite la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable del deudor o de los terceros de quien éste se valga. También es nulo cualquier pacto de exoneración o de limitación de responsabilidad para los casos en que el deudor o dichos terceros violen obligaciones derivadas de normas de orden público.”

responsabilidad. Dicho artículo solo es aplicable al incumplimiento culposo o doloso de obligaciones, por lo que no es relevante respecto a las *reps*¹⁰⁵.

A su vez, el artículo 2001^{o106} inciso 1 del Código Civil sobre plazos de prescripción tampoco afecta al plazo de aseguramiento o vigencia de las *reps*. Ello se debe a que las *reps* implican el aseguramiento de un riesgo, por lo que durante el plazo de aseguramiento no hay forma en que la *rep* se vea incumplida¹⁰⁷.

Es recién materializado el riesgo -y, por ende, incumplida la *rep*- en que la prescripción torna relevancia. Verificado el incumplimiento de *rep*, se devengará el plazo de prescripción sobre la obligación de indemnizar gatillada, en caso no se cumpla con su pago en los términos acordados (García, 2016, p. 294).

Por último, al haberse establecido que las *representations and warranties* no son obligaciones, el artículo 1326° del Código Civil tampoco es aplicable. Dicho artículo regula la concausa¹⁰⁸ del acreedor de la obligación en la producción del daño, pero siempre

¹⁰⁵ “Sin embargo, en mi opinión lo establecido en el artículo 1328 del Código Civil no es aplicable a la responsabilidad proveniente de la falsedad de las declaraciones y garantías, dado que no se trata en este caso de la responsabilidad proveniente de la inejecución de una obligación, sino de una garantía contractual.” (Payet, 2009, p. 96)

¹⁰⁶ “Artículo 2001 del Código Civil .- Prescriben, salvo disposición diversa de la ley:

1. A los diez años, la acción personal, la acción real, la que nace de una ejecutoria y la de nulidad del acto jurídico.
2. A los siete años, la acción de daños y perjuicios derivados para las partes de la violación de un acto simulado.
3. A los tres años, la acción para el pago de remuneraciones por servicios prestados como consecuencia de vínculo no laboral.
4. A los dos años, la acción de anulabilidad, la acción revocatoria, la acción indemnizatoria por responsabilidad extracontractual y la que corresponda contra los representantes de incapaces derivadas del ejercicio del cargo.
5. A los quince años, la acción que proviene de pensión alimenticia.”

¹⁰⁷ “La naturaleza de las relaciones jurídicas de garantía o contrato de garantía, en las que una parte asume un riesgo y promete pagar la indemnización pactada en caso el riesgo se concrete, excluye la aplicación de la responsabilidad civil contractual mientras el declarante esté asumiendo el riesgo, porque no hay posibilidad de incumplimiento al no haber un plazo de cumplimiento y, en consecuencia, tampoco hay plazo de prescripción a tales efectos.” (García, 2016, p. 294)

¹⁰⁸ “La primera de estas normas, esto es, la contenida en el artículo 1326, establece una reducción del resarcimiento por actos del acreedor. El legislador de 1984 acertó al prescribir que si la conducta del acreedor, culposa o dolosa, hubiera concurrido, esto es, hubiera sido concausa del daño, el resarcimiento deberá reducirse. El deudor, por un principio no sólo de justicia sino también de eficiencia (incentivar a que el acreedor se conduzca diligentemente), no deberá asumir todos los daños cuando el acreedor es cocausante de los mismos.” (Osterling & Castillo, 2008, p. 886)

partiendo del incumplimiento de una obligación por parte del vendedor, por lo que no es relevante para las *reps*.

En conclusión, como se señaló, las *reps* son relaciones de garantía sobre hechos o circunstancias, lo cual implica que no hay una acción/prestación por parte del vendedor que pueda ser identificada como causante del daño originado al comprador. Lo que, en un supuesto eventual, origina el daño es la materialización del riesgo asegurado.

Por lo tanto, las normas sobre inexecución de obligaciones no afectan a las *reps* ni al *sandbagging*, por lo que no puede concluirse la existencia de alguna regla supletoria en relación a estas.

II. LAS REPRESENTATIONS AND WARRANTIES Y LOS VICIOS OCULTOS

Habiéndose determinado que las *reps* no son obligaciones, corresponde explicar cuál es la relación de las *reps* con los vicios ocultos regulados en el Código Civil, especialmente al considerar que a primera vista parecen tener funciones similares.

En ese sentido, los vicios ocultos son una de las causales de las obligaciones de saneamiento¹⁰⁹ reguladas en el Código Civil¹¹⁰, lo que significa que el vendedor (transferente de propiedad) responderá de no poderse destinar el bien materia de la transferencia a la finalidad para el cual fue adquirido o por la disminución su valor.

¹⁰⁹ “Sin embargo, en su concepción contractual estricta el saneamiento es considerado como la obligación del transferente de la propiedad, la posesión o el uso de un bien de remediar al adquirente por las consecuencias de actos de terceros que invoquen un derecho anterior a la transferencia, de vicios ocultos del bien y de actos del propio transferente que, de acuerdo con el Derecho peruano, no permitan destinar el bien a la finalidad para la cual fue adquirido o disminuyan su valor.” (De la Puente & Lavalle, 2017a, p. 643).

¹¹⁰ “Artículo 1484.- Hay lugar a saneamiento en los contratos relativos a la transferencia de la propiedad, la posesión o el uso de un bien.

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

En particular, existen dos supuestos en relación a los vicios ocultos que gatillan el saneamiento. En primer lugar, los vicios regulados en el artículo 1503^{o111} del Código Civil, los cuales se refieren a un bien con defectos o imperfecciones existentes y no conocidos al momento de la transferencia que afectan la utilización del adquirente (De la Puente & Lavalle, 2017a, p. 758).

Dicha definición traducida a requisitos significa que es necesario que el vicio deba ser “oculto”, al no haberse conocido ni podido conocer al momento de la transferencia; “importante”, como aquel que no permita que el bien sea destinado a la finalidad para la cual fue adquirido; y, “preexistente” al su surgimiento darse al momento de la transferencia o de forma anterior a ella, independientemente de que sus efectos se manifiesten posteriormente (De la Puente & Lavalle, 2017a, p. 763-766).

En segundo lugar, la falta de cualidades prometidas. El Código Civil en su artículo 1505^o ha determinado que también hay lugar a saneamiento cuando el bien carece de las cualidades prometidas por el transferente que le daban valor o lo hacían apto para la finalidad de su adquisición.

Ambos supuestos son diferentes, “vicio es la falta de una cualidad esencial del bien que ha sido entregado, en cambio la falta de cualidad prometida, o defecto de calidad, es la inexistencia de una característica especial del bien, distinta a las típicas” (Arribas, 2014, p. 50).

El vicio es el defecto o falta de cualidad que impida destinar el bien al uso habitual o normal del mismo. En cambio, la falta de cualidad prometida se refiere a cualidad particulares que le permiten al bien un uso especial o distinto al habitual, lo cual suele ser incluido en el contrato o comunicado de alguna forma.

Manuel De la Puente y Lavalle utiliza un ejemplo bastante gráfico al respecto:

¹¹¹ “Artículo 1503.- El transferente está obligado al saneamiento por los vicios ocultos existentes al momento de la transferencia.”

Por ejemplo, en el caso de automóviles de una cierta marca que desarrollan una velocidad máxima promedio de 150 kilómetros por hora, se afirma que un determinado automóvil de esa marca desarrolla hasta 200 kilómetros por hora. Es esta especial velocidad máxima la que hace apto al automóvil para la finalidad buscada por el adquiriente (De la Puente & Lavalle, 2017a, p. 777).

En otras palabras, la incapacidad del automóvil para llegar a los 150 kilómetros por hora sería un vicio, mientras que del vendedor afirmar que el automóvil llega a 200 kilómetros y, a pesar de ello, no alcanzar dicha velocidad, estaríamos ante una falta de calidad prometida.

De materializarse cualquiera de los dos sobre un bien (un vicio o una falta de calidad prometida), el Código Civil ha establecido que el transferente puede resolver el contrato (acción redhibitoria¹¹²) o solicitar una indemnización por el valor perdido (acción estimatoria¹¹³).

En cualquier caso, los vicios ocultos¹¹⁴ tienen muchas similitudes con las *representations and warranties*. Entre otras:

- a. Ambas instituciones tienen una función de garantía para el comprador sobre las cualidades/hechos sobre el bien.
- b. Ambas significan una “responsabilidad objetiva” al el vendedor responder por la existencia del hecho asegurado y al no considerar su culpa.
- c. Ambas tienen remedios muy similares como la resolución del contrato y el pago de una indemnización.

¹¹² Artículo 1511.- El adquirente puede pedir, en razón del saneamiento a que está obligado el transferente, la resolución del contrato.

¹¹³ Artículo 1513.- El adquirente puede optar por pedir que se le pague lo que el bien vale de menos, por razón de vicio, en el momento de ejercerse la acción de pago, teniendo en cuenta la finalidad de su adquisición, sin perjuicio del derecho que contempla el artículo 1512, inciso 5.

¹¹⁴ Si bien los vicios ocultos y la falta de cualidades prometidas son supuestos distintos, nos referiremos a vicios ocultos como englobante

Por ello, algunos consideran aplicable las normas sobre vicios ocultos a las *representations and warranties* y, en específico, el artículo 1504^{o115} del Código Civil, el cual establece que no se consideran vicios ocultos aquellos que pudieron ser conocidos por el adquirente.

En consecuencia, aplicando ello al *sandbagging*, el comprador estaría impedido de reclamar una indemnización por un incumplimiento de *rep* (“vicio”) que este pudo conocer o conoció. En otras palabras, dicha norma establecería una regla supletoria *anti-sandbagging* en el Perú.

Sin embargo, en las siguientes secciones explicaremos que las normas sobre vicios ocultos no son aplicables a las *reps*, por lo que no deben ser utilizadas para construir una regla supletoria sobre *sandbagging*.

A. Si bien similares, los vicios ocultos han sido diseñados para cualidades intrínsecas al objeto transferido

En primer lugar, los vicios ocultos han sido desarrollados como garantías del comprador sobre defectos intrínsecos o cercanos al objeto materia de transacción. En ese sentido, si bien las transacciones de M&A mediante contratos de compraventa buscan transferir una empresa, jurídicamente, el objeto materia de transferencia son las acciones.

En consecuencia, los *representations and warranties* no podrían ser entendidas como vicios ocultos ya que cubren una variedad de supuestos extrínsecos a las acciones. Las *reps* buscan garantizar hechos sobre la empresa subyacente como la cantidad de litigios y contratos materiales, los cuales no tienen relación alguna con las acciones mismas.

Ello no es solo una objeción formal, justamente, la regulación de vicios ocultos responde a su sentido intrínseco y de relación directa con el bien transferido. Un ejemplo de

¹¹⁵ Artículo 1504.- No se consideran vicios ocultos los que el adquirente pueda conocer actuando con la diligencia exigible de acuerdo con su aptitud personal y con las circunstancias.

ello es la regulación sobre los plazos de caducidad de las acciones redhibitoria y estimatoria en el artículo 1514° del Código Civil, los cuales son 3 meses para bienes muebles y 6 meses para inmuebles computados desde la recepción del bien¹¹⁶.

Como señala dicha disposición, la regulación de los vicios ocultos se enfoca en defectos o cualidades que pueden ser revisados a partir de la recepción del bien ya que en dicho momento la parte usará el bien para la finalidad adquirida. Ello solo tiene sentido si nos referimos a defectos y cualidades intrínsecos y observables mediante su uso.

Por el contrario, la transferencia de una empresa son transacción complejas llevadas, entre otras formas, mediante la transferencia de acciones, por lo que los vicios ocultos solo serían relevantes sobre defectos intrínsecos sobre las mismas como, por ejemplo, las cargas y gravámenes sobre las acciones no conocidos por el comprador.

Ello ha sido reconocido en la doctrina sobre fusiones y adquisiciones. En ese sentido, Carrasco señala que:

Los activos de la empresa vendida no están incluidos en la garantía, pues tales activos no son objeto de venta. Las distintas disfunciones y contingencias que puedan afectar a estos activos no afectan a la cosa vendida (shares), en cuanto vicio, salvo que supongan un gravamen oculto de las mismas o una disminución grave del valor de estas acciones. (Carrasco, 2010, p. 296-297)

Sin perjuicio de ello, existen otras objeciones que hacen inadecuada la aplicación de las normas sobre vicios ocultos a las *representations and warranties*, al menos a la generalidad de estas, las cuales serán explicada a continuación.

B. Lo conocible, pero no conocido, forma parte de los riesgos distribuidos mediante las *reps*

¹¹⁶ Artículo 1514.- Las acciones a que se refieren los artículos 1511 y 1513 caducan a los tres meses si se trata de bienes muebles y a los seis, de inmuebles.
Los plazos se computan desde el momento de la recepción del bien.

Como se comentó en apartados anteriores, las *reps* son relaciones de garantía y los vicios ocultos ni su regulación han sido diseñados para aplicarse a una figura como las *reps*. No obstante, incluso asumiendo que la regulación de vicios ocultos es aplicable a las *reps*, esta presenta problemas al momento de aplicarla.

En un principio, de la aplicación del artículo 1504° del Código Civil sobre vicios aparentes al *sandbagging* se concluiría que un incumplimiento de *rep* conocido o conocible no sería indemnizable. Sin embargo, ello presente problemas al considerar el particular proceso de las transacciones de M&A.

A diferencia de una transacción sobre un objeto simple (un auto, una vivienda, entre otros), en las transacciones de M&A existe un extenso proceso de producción e intercambio de información entre las partes (elaboración de *due diligence* y preparación de los *disclosure schedules*) con el objetivo de determinar el precio a pagarse y las *representations and warranties* que serán ofrecidas.

Como se ha dicho antes, las *representations and warranties* son exigidas para que una parte asuma el riesgo o costo por la materialización de un hecho/contingencia sobre la empresa *target*. De no existir dicho aseguramiento contractual, el comprador asumirá dicho costo -al momento de materializarse el riesgo- como propietario de la empresa *target*.

Lo importante a resaltar es que la asunción de un riesgo se realiza como producto de un proceso de producción e intercambio de información. Son ambas partes las que finalmente negocian y aceptan el texto final y alcance de las *reps* ofrecidas, lo cual es realizado en el marco de la negociación del contrato en términos que le sean beneficiosos a ambas partes.

En consecuencia, no existe motivo para que el comprador soporte algún riesgo adicional sobre los hechos o circunstancias (riesgos a materializarse) que las partes acordaron que asumiría el vendedor. Finalmente, los hechos o circunstancias que gatillarían un

incumplimiento de *rep* que el comprador pudo conocer -pero no conoció efectivamente- forman parte de los riesgos asumidos contractualmente mediante las *reps* por el vendedor¹¹⁷.

De esta forma, las *representations and warranties* cumplen su función de distribución de riesgos entre las partes, lo cual le otorga el derecho al comprador de descansar en la asignación de riesgo acordada ya que ello tuvo un reflejo en beneficio del vendedor (sea incremento del precio a pagarse u otro acuerdo) en el contrato.

En consecuencia, retomando la aplicación de la regulación sobre vicios ocultos, la aplicación directa del 1504° del Código Civil implicaría que el comprador asuma un riesgo adicional en el proceso de producción e intercambio de información originando una vulneración de lo pactado por las partes.

Sin embargo, incluso en dicho supuesto, dicha norma no es aplicable a los SPA ya que por su condición de regla supletoria, esta no podría desconocer la distribución de riesgos acordadas por las partes mediante las *reps*.

La doctrina al respecto reconoce esta situación y señala que:

En efecto, **si el vendedor le dice al comprador que está bien algo que en realidad está mal, aunque al comprador le hubiera sido fácil advertir la realidad, ¿cómo no ha de ser responsable el vendedor?** Dicho de otro modo, a quien se ha cuidado de que en el contrato se perfile una cualidad o a la ausencia de un defecto, pidiendo al vendedor que realice las pertinentes manifestaciones y garantías, no puede negársele la protección del saneamiento por vicios porque en abstracto la ausencia de cualidad o la existencia del vicio fuera manifiesta o fácilmente reconocible. Lo mismo debe decirse si la manifestación y garantía expresiva de dicha cualidad o ausencia de defecto se realiza *motu proprio* por el declarante, sin haberla pedido el destinatario en el curso de las negociaciones.”¹¹⁸ (Aguayo, 2011, p.381) (énfasis agregado)

¹¹⁷ Sin perjuicio de que, considerando el control del vendedor sobre la empresa *target*, si un asunto era cognoscible al comprador, con mayor razón era cognoscible al vendedor.

¹¹⁸ El autor parte de una posición flexible de los vicios ocultos para desarrollar las implicancias de esta institución en relación a las *representations and warranties*, sin perjuicio que más adelante en su obra, el propio autor señala que no es una institución adecuada para este tipo de transacciones. En sus palabras: “En resumen, la noción de vicio relativo y funcional permite una construcción del defecto oculto extrínseco que, en algunos supuestos claros, puede proteger al comprador cuando se constata la ausencia de una cualidad extrínseca,

Los riesgos no asignados al vendedor en la lista de Manifestaciones son riesgos que no sufre ni soporta el vendedor. **Los riesgos asignados al vendedor en la lista son riesgos que éste soporta, aunque el comprador hubiera podido o debido averiguar su existencia en el proceso de due diligence.**” (Carrasco, 2010, p.297) (énfasis agregado)

Por lo tanto, en síntesis, los “vicios” que pudieron conocerse¹¹⁹ no afectan el reclamo indemnizatorio por incumplimiento de *rep* ya que hacerlo implicaría una vulneración a lo pactado por las partes, especialmente al considerar el carácter supletorio del artículo 1504°. Los hechos o circunstancias conocibles, pero no conocidos, por el comprador que gatillan un incumplimiento de *rep* forman parte de los riesgos asumidos por el vendedor mediante las mismas.

C. Lo efectivamente conocido y la leyenda del *sandbagger*

Habiendo aclarado que, incluso de asumirse que las normas sobre vicios ocultos son aplicables a las *reps*, el artículo 1504° del Código Civil sobre “vicio cognoscible” no es aplicable a los incumplimientos de *reps* y al *sandbagging* ya que implican una vulneración de lo pactado por las partes, corresponde analizar los incumplimientos de *rep* efectivamente conocidos en relación a los vicios ocultos.

Si bien existe la posibilidad de un comprador de reclamar una indemnización por incumplimiento de *rep* efectivamente conocido (*sandbagging* puro), en realidad no existe el comprador o *sandbagger* que realizaría ello.

En el proceso de intercambio de información, del comprador descubrir un incumplimiento de *rep*, este puede renegociar el contrato o salir de la transacción en base al *bring-down condition*.

aunque no haya habido sino previsión implícita. Pero no cabe entender que, como regla general, sea así.” (Aguayo, 2011, p.358)

¹¹⁹ “Así será tanto si el comprador es profano como si es perito, pues también el experto debe poder confiar en lo que le manifiestan y garantizan.” (Aguayo, 2011, p.381)

Siendo que las *representations and warranties* permiten asignar un riesgo al vendedor y que el contrato otorga una mejora de la posición negocial al comprador que descubra un incumplimiento de *rep*, este tiene fuertes incentivos para incorporar al precio del contrato algún riesgo del que obtenga conocimiento efectivo.

Agregado a ello, los arbitrajes/litigios son costosos y siempre existe la posibilidad de resultado negativo o impredecible, especialmente en el *sandbagging*¹²⁰. La renegociación tenderá a ser la mejor opción¹²¹ y el propio SPA le otorga al comprador una posición ventajosa al respecto.

De descubrir el incumplimiento de *rep* antes de la firma, el comprador podrá presionar la renegociación al no firmar el contrato; y, de descubrirlo luego de la firma y antes del cierre, este podrá utilizar el *bring-down condition* y apartarse de la transacción.

Reflejando dicha realidad, los compradores argumentan que no está en sus intereses cerrar el contrato y demandar por incumplimiento de *rep*. Es preferible solucionar todas las controversias y discrepancias entre las partes antes del *closing*¹²² (Avery & Weintraub, 2011, p.2).

Ahora, ello no significa que toda sospecha o duda (conocimiento no efectivo) sobre incumplimiento de *rep* será llevado a la mesa de negociación. Dependiendo de los costos ya incurridos en la negociación y/o qué tanto interés se tiene por cerrar rápidamente la adquisición de la empresa *target*, el comprador puede querer evitar mayores costos en la renegociación y preferir cerrar el contrato para posteriormente reclamar los *reps* como aseguramientos adquiridos como parte de la negociación (West & Shah, 2007, p. 3).

¹²⁰ “On the other hand, buyers assert that they are never looking to buy lawsuits, which are expensive and unpredictable in outcome. They just want the certainty of an unconditional indemnification for breach of representation or warranty without the distraction of proving or disproving buyer knowledge.” (Sherrier, 2021, p.1)

¹²¹ “Most buyers have no intention of sandbagging the seller and prefer to have a pre-closing discussion with the seller regarding any facts that cast doubt on the accuracy of the seller’s warranty.” (Miziolek & Angelakos, 2013, p. 30)

¹²² “Buyers will often argue that it is not in their interest to “close and sue” on a breach, and that it is far better for a buyer to resolve all outstanding issues, to the extent possible, prior closing” (Avery & Weintraub, 2011, p.2)

Justamente, esa es el derecho otorgado al comprador mediante la distribución de riesgos que acordaron las partes.

En consecuencia, no existe un motivo que justique que un comprador tome la decisión riesgosa de cerrar el contrato para demandar una potencial indemnización por incumplimiento de *rep*, en lugar de incorporar dicho conocimiento efectivo en el precio del contrato. No existe el *sandbagger* puro como se podría creer a primera vista.

En la misma línea, la doctrina señala:

It is a brave buyer indeed that would deliberately sign or close a transaction in the face of a “material” breach actually “known” by the buyer, but unknown to the seller, on the assumption that the buyer will be able to sue and collect from the seller after closing. (West & Shah, 2007, p. 3).

Por lo tanto, en relación a los vicios ocultos, no habría un *sandbagger* que reclamaría un incumplimiento de *rep* conocido *post-closing*, por lo que, incluso suponiendo su aplicación, se perdería su supuesto de hecho.

En conclusión, las normas sobre vicios ocultos no son relevantes¹²³ para las *representations and warranties* ya que: 1) se enfocan en transacciones más simples sobre cualidades intrínsecas al bien transferido; 2) incluso de asumir que las normas sobre vicios ocultos son aplicables, las *reps* significan que el vendedor asuma el riesgo por la materialización de hechos/circunstancias de la empresa *target*, ello es una asunción de riesgo indiferente a la posibilidad del comprador de conocer ello, por lo que el artículo 1504° sobre el “vicio conocible” no puede ser utilizado para que el vendedor se aparte de lo pactado por las partes; y, 3) no existe un comprador *sandbagger* que prefiera reclamar una indemnización

¹²³ Un argumento adicional es que la inmensa mayoría de los SPA contienen una cláusula de *exclusivity of remedies*, la cual básicamente determina que la indemnización en los términos acordados será el único remedio de las partes ante el incumplimiento de *representations and warranties*, *covenants*, obligaciones, etc. En consecuencia, considerando que el artículo 1489° del Código Civil establece que los contratantes pueden restringir o suprimir la obligación de saneamiento (vicio oculto), la cláusula de *exclusivity of remedies* sería un pacto de exclusión de los mismos.

potencial futura, en lugar de renegociar el contrato, por lo que no habrían “vicios conocidos” reclamados.

Establecido ello, las normas sobre vicios ocultos no pueden ser utilizadas para la construcción de la regla supletoria sobre *sandbagging* en el Perú.

El siguiente capítulo se enfocará en desarrollar la buena fe, el deber de información y los vicios de la voluntad para determinar si puede construirse una regla supletoria sobre *sandbagging* en relación a estas.

III. LA BUENA FE, EL DEBER DE INFORMACIÓN Y EL *SANDBAGGING*

Habiéndose analizado la potencial afectación de las normas sobre inexecución de obligaciones y vicios ocultos, corresponde determinar de qué forma la buena fe, el deber de información y los vicios de la voluntad afectan las *representations and warranties* y, en específico, el *sandbagging*.

A primera vista, pareciera que el *sandbagging* genera conflictos directos con la buena fe y los vicios de la voluntad como el dolo y el error. Sin embargo, como se explicará a continuación, debe diferenciarse entre: i) los incumplimientos de *rep* que el comprador pudo haber conocido; y, ii) los incumplimientos de *rep* que el comprador efectivamente conoció.

En consecuencia, se iniciará desarrollando los alcances de la buena fe en el derecho contractual peruano. Luego, se desarrollará los vicios de la voluntad y su relación con el deber de información y, por último, se establecerá los límites del deber de información y como estos afectan a las *reps* y al *sandbagging*.

A. El rol de la buena fe en el derecho contractual peruano

La buena fe es un principio imperativo en el derecho contractual y regulado en el artículo 1362° del Código Civil, el cual señala que: “Los contratos deben negociarse, celebrarse y ejecutarse según las reglas de la buena fe y común intención de las partes.”

De esta forma, se establece en la ley la aplicación de la buena fe en la etapa precontractual, en la etapa de celebración y en la etapa de ejecución del contrato. Dicha buena fe aplicable a los contratos es conocida como buena fe objetiva¹²⁴, la cual impone deberes conductuales coherentes con reglas de honestidad, rectitud, lealtad y consideración del interés ajeno jurídicamente tutelado (Neme, 2009, p.49-50).

Otra definición de la buena fe objetiva es señalada por Manuel De la Puente y Lavalle que la define como un deber de conducta impuesto al sujeto, el cual es obtenido mediante su comparación con un *standard* jurídico cuyo objetivo es que no se perjudiquen los intereses ajenos fuera de los límites de la tutela legítima de los propios intereses (2017b, p.274).

Desde el análisis económico, “*good faith is a blanket clause in civil law under which courts develop standards of fair and honest behavior in the law of obligations, especially in contract law and –to some extent – in the law of property.*” (Schäfer & Aksoy, 2014, p.1)

Este entendimiento como “cláusula en blanco” es importante ya que permite afirmar la eficiencia de la buena fe en el derecho de los contratos. Como se señaló antes, las partes no pueden pactar todas las contingencias que pueden afectarles en el contrato ya que el costo de hacerlo no supera el beneficio de incluirlas, lo cual lleva a la incompletitud contingencial del contrato.

La incompletitud contingencial es eficiente ya que permite a las partes evitar el costo de negociación al transferir dicha inversión de recursos al costo de ejecución del contrato. De esta forma, solo si el riesgo efectivamente se materializa, las partes delegan al juzgador

¹²⁴ Por el contrario, la buena fe subjetiva se refiere al estado de consciencia o la intención de un sujeto en particular que se fundamentan en la ignorancia o en el error para concretar su convencimiento de no estar dañando un interés ajeno tutelado por el derecho (Neme, 2009, p.48-49).

la tarea de definir qué parte deba asumir el riesgo efectivamente materializado y no negociado¹²⁵.

Justamente, ese es el rol de la buena fe como estándar en el derecho de los contratos. Mediante la buena fe, las partes delegan a los juzgadores la determinación futura de la forma más eficiente de distribución de riesgos en el contrato. De acuerdo al AED, la buena fe será eficiente siempre y cuando el porcentaje de error de los juzgadores sea bajo, lo cual depende de circunstancias variadas como su nivel profesional, honestidad, etc. En el mismo sentido:

From an economic perspective this means two things. First, the good faith principle is a delegation norm for the judiciary. It entitles judges to manually control the law if it does not fulfill its functions. It serves parties if the judges are knowledgeable, loyal and not corrupt but does a disfavor to them otherwise. Secondly, the development of a tight internal structure is a commitment by the judiciary to credibly signal to the legal community that it applies the principle with self-restraint and self-discipline, ruling out willful, ideological or biased decisions. (Schäfer & Aksoy, 2014, p.3)

Este rol integrativo de la buena fe es reconocida en la doctrina nacional. De acuerdo a García, “la buena fe cumple tres funciones en los sistemas jurídicos del *civil law*: (1) una función integrativa, por el cual la buena fe puede justificar la existencia de deberes secundarios que no se han pactado expresamente en el contrato , (2) una función limitativa o correctiva de derechos, por el cual se impide el ejercicio abusivo u oportunista de los mismos, y (3) una función interpretativa (aplicativa) del derecho.”¹²⁶ (García, 2017a, p.129)

Definido el rol de la buena fe en el derecho de los contratos, debemos profundizar en el deber de información que surge en la etapa precontractual debido a la buena fe¹²⁷,

¹²⁵ “In between these extremes is the law-and-economics view of the duty of good faith as equivalent to a prohibition of opportunistic behavior. The duty precludes a party from profiting of contractual incompleteness to extract uncompensated benefits from her counterparty. Thus, for law-and-economics-scholars, the basic function served by good faith is to save parties the cost of negotiating and drafting express contractual provisions that prevent opportunistic behavior (the “specification cost”).” (Sepe, 2010, p. 4)

¹²⁶ “Por el contrario, los jueces del *common law* no necesitan de la buena fe pues en virtud de su función general de creación del derecho pueden crear nuevas soluciones y normalmente son ellos los que validan *ex post* lo pactado por las partes o en todo caso dejan sin efecto ciertos pactos bajo determinadas circunstancias.” (García, 2017b, p. 165)

¹²⁷ “El principio de buena fe supone, en términos generales, la necesidad de actuar leal y diligentemente. En la etapa de las tratativas, el referido principio se descompone en una serie de deberes específicos, entre los

especialmente, al considerar que dicho deber de información fundamenta los vicios de la voluntad como el dolo y el error.

B. Los vicios de la voluntad y el deber de información

Explicado el rol de la buena fe en el derecho de los contratos, como se señaló, a primera vista pareciera que el error y el dolo tienen una implicancia directa en el *sandbagging*. Ello se debe a que tanto el error como el dolo giran en torno a la información que las partes tienen en la etapa de formación del contrato (Bullard, 2006, p. 441)

Recordemos que el *sandbagging* es el nombre asignado a la situación en que el comprador reclama una indemnización por un incumplimiento de *rep* que se conoció o se pudo conocer antes del cierre. Entonces, al igual que el dolo y el error, el *sandbagging* depende de la información que el comprador tiene antes del cierre o, en este caso, antes de la firma.

La presente sección desarrollará los alcances del error y el dolo desde su regulación en el Perú, explicará el deber de información surgido en las partes como consecuencia del error; y, culminará explicando la necesidad de asignar un derecho de propiedad sobre la información de las partes en la negociación de contratos.

1. El error, el dolo y su regulación en el Código Civil

Como en todo ordenamiento de derecho civil, el Código Civil peruano regula los vicios de la voluntad como el error y el dolo. Ambos pueden implicar la anulabilidad del negocio jurídico -en este caso, el contrato- como ha sido dispuesto en el numeral 2 del artículo 221¹²⁸ del Código Civil.

cuales se encuentran los siguientes: (i) el deber de suministrar información, (ii) el deber de actuar con veracidad, (iii) el deber de actuar con claridad, (iv) el deber de mantener la confidencialidad y (v) el deber de custodiar bienes entregados para pruebas o demostraciones.” (Escobar, 2014, p. 270)

¹²⁸ “Artículo 221.-

El acto jurídico es anulable:

1. Por capacidad de ejercicio restringida de la persona contemplada en los numerales 1 al 8 del artículo 44.

En ese marco, el error ha sido definido como una falsa representación de la realidad (sea la realidad empírica -error de hecho- o realidad jurídica -error de derecho) que afectan o “vician” la voluntad del declarante¹²⁹ (Espinoza, 2017, p. 408).

Para ser causal de anulación del acto jurídico, el error debe cumplir dos requisitos: la esencialidad; y, la cognoscibilidad¹³⁰. Respecto a la esencialidad, si bien la ley establece otros supuestos¹³¹, para estos efectos el error esencial es aquel que recae sobre la propia esencia o una calidad del objeto del acto jurídico que sea determinante de la voluntad.

Respecto a la cognoscibilidad, el error es conocible cuando la parte no errante ha podido advertirlo utilizando una diligencia normal, considerando el contenido y las circunstancias del acto o la calidad de las partes¹³².

Por su parte, el dolo es la inducción al error de una parte a la otra viciando su voluntad, lo cual conllevará a la anulación del acto jurídico¹³³ siempre que haya sido determinante para su celebración¹³⁴ (Espinoza, 2017, p. 429-430).

2. Por vicio resultante de error, dolo, violencia o intimidación.

3. Por simulación, cuando el acto real que lo contiene perjudica el derecho de tercero.

4. Cuando la ley lo declara anulable.”

¹²⁹ “El error puede producirse a nivel de la voluntad interna (error vicio) o en la declaración (error obstativo o dirimente).” (Espinoza, 2017, p. 408)

¹³⁰ “Artículo 201.-

El error es causa de anulación del acto jurídico cuando sea esencial y conocible por la otra parte.”

¹³¹ “El error es esencial:

1. Cuando recae sobre la propia esencia o una cualidad del objeto del acto que, de acuerdo con la apreciación general o en relación a las circunstancias, debe considerarse determinante de la voluntad.

2. Cuando recae sobre las cualidades personales de la otra parte, siempre que aquéllas hayan sido determinantes de la voluntad.

3. Cuando el error de derecho haya sido la razón única o determinante del acto.”

¹³² “Artículo 203.-

El error se considera conocible cuando, en relación al contenido, a las circunstancias del acto o a la calidad de las partes, una persona de normal diligencia hubiese podido advertirlo.”

¹³³ “Es clara la razón económica para no hacer cumplir una promesa obtenida mediante el fraude. Si las partes de un contrato saben que el fraude es una causa de anulación del acuerdo, podrán confiar en la verdad de la información revelada en la negociación del contrato. Esto ahorra a las partes los costos de verificar las afirmaciones principales. A su vez, esto último reduce los costos de celebrar acuerdos cooperativos, lo que promueve una de las metas económicas del derecho de los contratos.” (Cooter & Ulen, 2016, 490)

¹³⁴ “Artículo 210.-

En cualquier caso, cuando el error o dolo no sean determinantes para la celebración del acto jurídico, estos serán considerados como incidentales y no justificaran la anulación del acto jurídico, pero sí tendrá consecuencias indemnizatorias¹³⁵ ya que el acto jurídico se habría celebrado en términos distintos.

Un resumen de lo señalado hasta ahora y el resto del tratamiento de la regulación del Código Civil sobre el error y al dolo puede revisarse en el siguiente cuadro (Bullard, 2006, p. 464; Chan, 2014, p.181):

Vicios de la voluntad		Base legal en el Código Civil	Requisitos	Consecuencia/ Responsabilidad
Ineficacia del Contrato (Anulación)	Dolo	210° 212° (por omisión)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Esencial ▪ Conducta maliciosa dirigida a inducir a error a la contraparte. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Anulación del contrato ▪ Sí hay responsabilidad ▪ Indemnización por daños a la confianza (interés de negativo)
	Error	201° 202° 203° 207°	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Esencial ▪ Conocible 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Anulación del contrato ▪ No hay responsabilidad
Falta de adecuación del reglamento contractual	Dolo incidental	211°	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No es esencial ▪ Conducta maliciosa dirigida a inducir a error a la contraparte 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sí hay responsabilidad ▪ Indemnización por daños a la confianza (interés de negativo)

El dolo es causa de anulación del acto jurídico cuando el engaño usado por una de las partes haya sido tal que sin él la otra parte no hubiera celebrado el acto.

Cuando el engaño sea empleado por un tercero, el acto es anulable si fue conocido por la parte que obtuvo beneficio de él.”

¹³⁵ “Artículo 211.- Dolo incidental

Si el engaño no es de tal naturaleza que haya determinado la voluntad, el acto será válido, aunque sin él se hubiese concluido en condiciones distintas; pero la parte que actuó de mala fe responderá de la indemnización de daños y perjuicios.”

	Error incidental	201° 207° (interpretación extensiva)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No es esencial ▪ Debe ser conocible por la otra parte 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ No se puede anular el contrato ▪ No hay responsabilidad.
--	------------------	--	--	---

En particular, debe resalarse que el dolo puede realizarse mediante la omisión de comunicar información. Esta omisión dolosa es la omisión intencional de dar información por una de las partes con la finalidad de inducir a error respecto de los términos y circunstancias del acto jurídico a celebrarse. Pero, ello solo será posible cuando existe un deber de informar de esa parte (Bullard, 2006, p. 460).

El dolo incidental es particularmente importante ya que el *sandbagging* podría entenderse como un supuesto de este, al implicar el ocultamiento de información (efectivamente conocida) sobre un incumplimiento de *rep* para luego reclamar una indemnización en el futuro.

Por otro lado, de darse un incumplimiento de *rep*, el vendedor siempre podrá alegar que cometió un error y que su contraparte realizó *sandbagging* al poder conocerlo (sea debido a la realización de un *due diligence* muy extenso/sofisticado o debido a que se desprendía indirectamente de la información facilitada), por lo que el contrato es anulable.

En ambos casos, tanto el error como el dolo que podría alegar el vendedor dependen de la existencia de un deber de información entre las partes, por lo que la siguiente sección se enfocará en desarrollar como surge dicho deber de información.

2. El deber de información impuesto mediante el error

Todo contrato se basa en una serie de hechos, entendimientos o representaciones que las partes tienen sobre el mundo. Muchos de dichos hechos o representaciones del mundo pueden ser compartidos por ambas partes, pero algunos no lo son. La diferencia entre lo que las partes entienden y la realidad es lo que entendemos por error (Kronman, 1978, p. 2).

Ahora, el que una parte incurra en error significa una pérdida económica para la sociedad. Recordemos que un contrato por definición genera un beneficio individual para sus celebrantes asignando los recursos a quien más lo valora y, en conjunto, un beneficio para la sociedad.

De esta forma, si una de las partes comete un error al momento de celebrar un contrato, ello conduce a una pérdida económica ya que la parte errante, de haber conocido el error, no hubiera celebrado el contrato o lo habría hecho en términos distintos (Bullard, 2006, p. 447). El beneficio generado por el contrato para la parte errante se perderá completamente (al ser un bien que no habría adquirido de conocer el error) o se disminuirá (al ser un bien que habría adquirido en términos distintos como un menor precio).

Por ejemplo, una persona quiere adquirir un auto pensando que utiliza gas, pero en realidad utiliza gasolina. Dependiendo de las preferencias de la parte errante, ello podría significar una pérdida total del valor del auto (si asumimos que la parte errante no obtiene ningún beneficio de un auto a gasolina al, por ejemplo, ya tener otro auto) o una disminución del beneficio generado (por ejemplo, de ser su único automóvil, este igual se beneficiará por la celebración del contrato y el que sea a gas únicamente le generaba un ahorro).

En consecuencia, el costo generado por el error, una vez incurrido, es una pérdida social irreversible que será asumido por una parte o por ambas en conjunto, dependiendo de lo que la regulación o el juez señalen.

Considerando que dicha pérdida social es irreversible, la regulación sobre el error tiene como principal objetivo evitar que futuras partes cometan errores encontrando una solución que maximice la eficiencia (Bullard, 2006, p. 446-447).

De acuerdo a Anthony Kronman: "*Information is the antidote to mistake*" (Kronman, 1978, p. 4). Teniendo en cuenta que el error es la diferencia entre lo que las partes entienden y la realidad, ello sería subsanado si la parte errante cuenta con la información sobre esa diferencia.

Si bien la información es un bien costoso de producir, generalmente una parte podrá obtener la información a menor costo que la otra (Kronman, 1978, p.4). Entonces, con el objetivo de evitar errores, la regulación sobre el error debe crear incentivos para que las partes revelen la información relevante que evite las equivocaciones (Escobar, 2007, p. 39).

Justamente, las normas sobre el error han asignado el costo del error a la parte que pudo conocer la información a menor costo¹³⁶ con el objetivo de incentivar su revelación.

De esta forma, la pérdida social generada por el error será asumida por la parte que pudo conocer del error a menor costo, lo cual definirá si el contrato puede o no ser anulable¹³⁷. Dependiendo de ello, la parte que comete el error asumirá el costo de la pérdida social (al no poder anular el contrato) si el error no era conocible por la contraparte; o, la contraparte

¹³⁶ Ello solo es cierto si se exige la excusabilidad del error como requisito o presupuesto para la anulación o procedencia del error. De lo contrario, independientemente del menor costo de las medidas de precaución que pudo tomar la parte errante (esto es, el costo de informarse del error), la contraparte siempre responderá de haber podido conocido el error (incluso si el costo de obtener dicha información de la parte no errante es superior). Si bien es cierto que en la doctrina nacional existen autores en contra de requerir la excusabilidad del error (Espinoza, 2017, p. 411), en términos económicos, no hace sentido imponer un deber de diligencia solo a la parte no errante (mediante el requisito de la cognoscibilidad) ya que en muchos casos puede ser la propia parte errante la que pueda evitar el error a menor costo. (Escobar, 2020, p. 270). En ese sentido, la excusabilidad del error también encuentra su fundamento en la buena fe contractual. En palabras de Eric Palacios: “En síntesis, la excusabilidad se halla implícita en materia de error, debiéndose tal vez su no inclusión expresa a que el criterio de autorresponsabilidad no sólo está presente en materia de error, sino que, en general, informa a toda la teoría del negocio jurídico y que concretamente halla su fundamento en la Buena Fe recogida en el Art. 1362 C.C. la cual valora la conducta de todos los que, participando en él, dan lugar al negocio.” (Palacios, 1992, p.103)

¹³⁷ “Si, en general, el sistema legal no permite anular los contratos celebrados por error, las personas, por su natural aversión al riesgo, invertirán recursos para tratar de evitar dos problemas: (i) interpretar de manera incorrecta la realidad y (ii) transmitir de manera incorrecta la voluntad. Esto generará tres efectos nocivos. Primero: los recursos empleados en tratar de evitar los errores no incrementarán el NBE; en el mejor de los casos, esos recursos mantendrán el NBE. Por tanto, la sociedad desperdiciará la posibilidad de emplear los recursos indicados en alguna actividad que genere retornos. Segundo: contratos mutuamente beneficioso dejarán de ser celebrados debido al incremento de los costos de transacción. Tercero: recursos escasos serán sub-utilizados (o, peor, no serán utilizados) al ser adquiridos por personas que no los sean o que no los valoran. Por tanto, el NBE disminuirá.” (Escobar, 2020, p. 259)

asumirá el costo de la pérdida social (al anularse el contrato y perder el beneficio que le generaría este¹³⁸) del error ser conocible¹³⁹.

En conclusión, la regulación del error establece un deber de revelar información y de diligencia sobre la parte que pudo producir/conocer la información a menor costo y, con ello, evitar el error.

3. La asignación de un derecho de propiedad sobre la información de las partes

Hasta el momento, se ha descrito como el ordenamiento subsana la diferencia de información entre las partes (debido a que una parte conoce/puede conocer información que podría afectar el acto jurídico por celebrarse y que la contraparte desconoce), lo cual se conoce como asimetría informativa.

Sin embargo, dicha diferencia de información entre las partes no siempre es conveniente de eliminar. En muchas ocasiones, es la información lo que motiva la celebración de la transacción.

Piénsese en las transacciones sobre obras de arte, autos antiguos u otros objetos coleccionables, los negocios de reventa, compraventa de inmuebles por proyecto

¹³⁸ En estricto, la parte que actuó conociendo el error de la contraparte también debería asumir los daños generados a esta. Se ha criticado fuertemente el artículo 207° del Código Civil el cual establece que “[l]a anulación del acto por error no da lugar a indemnización entre las partes” ya que su aplicación literal significa que la parte que conoció el error quede exento de su responsabilidad frente a la parte errante, a pesar de haber actuado de mala fe (Escobar, 2014, p. 270).

¹³⁹ Volviendo al ejemplo de la parte que compra un automóvil pensando que utiliza gas, pero en realidad utiliza gasolina. El auto es adquirido por el precio de US\$10,000.00. Para la parte errante el automóvil vale US\$ 12,000.00, por lo que la adquisición le genera un beneficio adicional de US\$ 2,000, mientras que la concesionaria vendedora de autos valora el automóvil en US\$ 8,000.00, por lo que la venta le genera US\$ 2,000.00 de ganancia. Asumiendo que el error es esencial (la parte errante pierde la totalidad del valor generado por la adquisición), si el error no era conocible por la concesionaria (es decir, la parte errante podía producir dicha información a menor costo), la regulación del error dispone que la parte errante no podrá anular el contrato y deberá asumir dicha pérdida, mientras la concesionaria podrá disfrutar del beneficio generado por la venta. En cambio, del error ser conocible por la concesionaria, la parte errante podrá anular el contrato y recuperar el precio pagado, mientras la concesionaria tendrá que perder el valor generado por el contrato.

inmobiliario, yacimientos mineros, etc. La transacción solo se celebra porque una parte tiene más información que la otra y, a pesar de esa diferencia, ambas partes obtienen ganancias.

Entonces, por un lado, existe información cuya utilización por una parte para obtener ganancias debe ser permitida ya que genera un beneficio por la sociedad al motivar la celebración de contratos, es decir, su utilización es eficiente.

Por otro lado, existe información cuya utilización no debe ser permitida ya que ello implicaría que el error de la contraparte debe ser asumido por esta en todos los escenarios, lo cual generaría contratos ineficientes (al ser perjudiciales para los intereses de una parte, al menos en parte); o, la sobreinversión de recursos en precauciones de las partes para evitar cometer errores y, con ello, el incremento de costos de transacción (Escobar, 2007, p. 37-38).

Justamente, la regulación del error y el dolo delimita qué información puede ser aprovechada por la parte que cuenta con ella y qué información debe ser compartida para evitar resultados ineficientes. En ese sentido:

Si el derecho permite a unos usar la información, entonces estará protegiendo un derecho a ganar utilidades usando esa información, entonces estará protegiendo un derecho a ganar utilidades usando esa información. Si por el contrario deja de reconocer ese derecho, entonces hace que el valor agregado de dicha información se pierda para quien la obtuvo. (Bullard, 2006, p. 445)

Ahora, la información puede ser obtenida de forma gratuita o de mediante una inversión. Como se señaló antes, la información (al menos una parte de esta) permite generar eficiencias al motivar la celebración de contratos, por lo que es conveniente para la sociedad que sea obtenida por las partes.

Sin embargo, si existiera una regla que obligara a las partes a compartir toda información adicional que cuentan con el objetivo de eliminar la asimetría informativa y cualquier potencial error, aquellos que hayan obtenido información a un costo positivo (inversión) estarán desincentivados a producirla. En consecuencia, la sociedad perdería.

En palabras de Posner:

Although information once obtained may be cheap to convey to another person, it often is not cheap to obtain; and unless people can profit from information by keeping it to themselves, they will have no incentive to obtain it in the first place and society will be the loser (2007, p.111).

Ningún agente del mercado racional estaría dispuesto a invertir recursos en producir información para que su contraparte pueda tomar los beneficios de esta gratuitamente. A su vez, ningún agente del mercado racional estaría dispuesto a invertir recursos en producir información que su contraparte tendrá que compartir con él gratuitamente (Escobar, 2020, p. 247).

Por lo tanto, siendo socialmente deseable la producción de información, la asignación de un derecho de propiedad absoluto sobre esta -y, en consecuencia, la exclusión de un deber de revelación sobre la misma- es un método idóneo para mantener los incentivos de las partes en su producción (Escobar, 2020, p. 248). En la misma línea:

One effective way of insuring that an individual will benefit from the possession of information (or anything else for that matter) is to assign him a property right in the information itself -a right or entitlement to invoke the coercive machinery of the state in order to exclude others from its use and enjoyment. (Kronman, 1978, p. 14)

No obstante, dicha afirmación está incompleta sin haberse determinado qué información es socialmente deseable incentivar su producción mediante la asignación de un derecho de propiedad y qué información debe revelarse con el objetivo de evitar resultados ineficientes.

La siguiente sección se enfocará en determinar ello al analizar los límites del deber de información de acuerdo al análisis económico del derecho y como afecta ello a las *reps* y al *sandbagging*.

C. Los límites al deber de información y la información privada

Como se dijo, un gran número de transacciones son motivadas por la información adicional que cuenta una de las partes.

Por ejemplo, el caso de una coleccionista de pintura que encuentra en una venta de garaje una pintura de Claude Monet. Solo ella conoce su verdadero valor, a diferencia del vendedor inexperto. Digamos que la pintura se vendió por US\$ 50 y ambas partes estaban contentas. El vendedor la valorizó en menos de US\$ 50 y la compradora la valoriza por los millones de dólares que vale. Ambas partes han ganado, pero ¿la compradora debió decirle al vendedor quién pintó la pintura?

Un ejemplo menos límite es la compra y venta de autos usados. Un mecánico con un taller en Miraflores compra una camioneta BMW de más de 15 años de antigüedad por US\$ 4,000. La camioneta tiene varias piezas falladas y al vendedor no le interesa invertir tiempo ni dinero en repararla.

En cambio, el mecánico conoce los proveedores exactos de las piezas falladas y, debido a su taller, ya tiene la información de un cliente que está interesado en pagar hasta US\$ 12,000 por la camioneta reparada. Ambas partes ganaron con la transacción inicial y la diferencia de ganancia no es tan grande como el anterior ejemplo. En este caso, ¿el mecánico debió decirle al vendedor de la información sobre los proveedores y clientes y, en consecuencia, compartir las ganancias generadas?

Justamente, las respuestas a esas preguntas dependen de los límites al deber de información de las partes. Estos varían caso a caso y en función a muchas variables como la posición contractual de la parte, sus habilidades o nivel de sofisticación, etc.

En cualquier caso, lo importante es que el deber de información no es ilimitado. El deber de información busca corregir la asimetría informativa existente entre las partes, pero ello no significa que ambas partes deban tener el mismo grado de conocimiento ni que existan hechos que no puedan legítimamente mantenerse en reserva, a pesar de que la contraparte se beneficiaría de conocerlos (Escobar, 2014, p.271).

Por lo tanto, la presente sección se enfocará en determinar los límites del deber de información y sus consecuencias sobre la información que el comprador conoció o pudo conocer sobre un incumplimiento de *rep* antes del *closing* (*sandbagging*).

En ese marco, el análisis económico del derecho ha proporcionado una estructura respecto a los límites del deber de información.

1. El deber de información desde el AED y sus límites

Como se ha dicho, el deber de información tiene la función de reducir la asimetría informativa de las partes, en específico el riesgo de la selección adversa. La selección adversa implica que una parte cuenta con información superior que la otra, por lo que la parte menos informada puede terminar tomando una decisión equivocada o ineficiente para sus intereses (Escobar, 2020, p. 234-237).

En consecuencia, de existir la selección adversa, los contratos no producen el valor adicional que usualmente generan ni incrementan el bienestar de la sociedad. La parte víctima de la selección adversa (al incurrir en error) habrá adquirido un bien que no satisface sus intereses (por lo que se pierde el valor que el contrato le generaba); o, habrá adquirido un bien que habría adquirido a un menor precio o en condiciones distintas (se disminuye el valor generado por el contrato).

La importancia del deber de información radica en que permite evitar esa pérdida del valor generado por los contratos al evitar la selección adversa. No obstante, la producción de información también es importante ya que genera valor adicional al permitir desarrollar contratos y los sectores del mercado ya referidos (mercado inmobiliario, minero, de coleccionistas, etc), lo cual se verá perjudicado de imponerse un deber de información absoluto.

Entonces, por un lado, el límite del deber de información se encuentra en el momento en que perjudica los incentivos de los privados en generar información y, con ello, la celebración de contratos. Por otro lado, los incentivos de generar información tienen su límite en los perjuicios que la asimetría de información genera.

En ese sentido, con el objetivo de concretar los límites del deber de información, deben considerarse dos variables sobre la información misma. Primero, el costo o inversión incurrido para la producción de información. Segundo, que la información producida revele cualidades (sea positiva) o revele defectos (sea negativa) sobre el bien materia del contrato (Escobar, 2020, p. 243-244).

Ambas variables serán de suma relevancia para determinar la existencia de un deber de información ya que permiten comparar el perjuicio que podría imponérsele al productor de la información y el daño que podría generársele a la parte no informada.

De esta forma, desde la perspectiva del transferente, ya sea información adquirida a costo cero o a costo positivo, el adquirente no se vería afectado del transferente no compartirle información positiva sobre el bien ya que este simplemente adquirirá un recurso más valioso no esperado (Escobar, 2020, p. 243). Por lo tanto, no se justifica la imposición de un deber de información sobre la información positiva que conozca el transferente.

En cambio, el adquirente sí se verá perjudicado de no compartirse información negativa sobre el bien materia del contrato al obtener un bien con defectos y, por ende, menos valioso. Entonces, desde la perspectiva del transferente, debe evaluarse si corresponde incorporar un deber de información sobre la información negativa del bien, teniendo en cuenta el costo incurrido para la obtención de esta.

De ser información obtenida a costo cero, un deber de información sobre el transferente que reduzca la asimetría informativa entre las partes no generaría ningún desincentivo a la producción de información, lo cual sí evitaría que el adquirente realice una transacción que lo perjudique (selección adversa).

En palabras de Anthony Kronman: *“Since one who casually acquires information makes no investment in its acquisition, subjecting him to a duty to disclose is not likely to reduce the amount of socially useful information which he actually generates.”* (Kronman, 1978, p. 15-16)

En cambio, si la información es producida a costo positivo, el transferente sí podría estar desincentivado a realizar dicha inversión de imponérsele un deber de información, ya que ello implicaría que compartiría información negativa que podría resultar en la no celebración del contrato o descuento del precio. Sin embargo, como se explicará a continuación, ese perjuicio es menor que el perjuicio generado al adquirente.

De no existir un deber de información sobre la información negativa, el adquirente tendrá que i) invertir recursos (tiempo y dinero) en determinar que el bien adquirido no tiene defectos, lo cual tendrá que ser realizado por cada potencial adquirente en cada negociación; o, ii) ofrecer un precio menor por el bien a adquirirse asumiendo que es un bien defectuoso (Escobar, 2020, p. 243-245). De lo contrario, asumiría el riesgo de obtener un bien defectuoso que le generará un perjuicio.

Por su parte, el transferente tiene un incentivo natural de invertir recursos (costo positivo) en producir información sobre el bien materia del contrato ya que obtiene beneficios de ello, sea información positiva o negativa¹⁴⁰ (Escobar, 2020, p. 245). Por lo tanto, de acuerdo al análisis económico del derecho, corresponde que la ley imponga un deber de información sobre el transferente de la información negativa del bien a transferirse, independientemente si esta ha sido obtenida a costo cero o positivo.

¹⁴⁰ En términos generales, la información que un transferente obtenga sobre un bien a transferirse le permite determinar de mejor forma el precio a requerir y la fortaleza de su posición negocial. Por ejemplo, un propietario de un inmueble rural de significativo tamaño le es beneficioso que invierta en una tasación del inmueble, una inspección para determinar si existen invasores, y en la revisión de cargas y gravámenes en registros públicos. Incluso de ser información negativa, esto le permitirá facilitar la venta al requerir un precio de acuerdo a dichas circunstancias y habiendo determinado qué riesgos puede asumir en el contrato.

Del lado contrario, debe definirse si el adquirente debiera imponérsele un deber de información que reduzca la asimetría informativa, dependiendo si esta información es positiva o negativa y a que costo ha sido producida.

En primer lugar, de ser información positiva, el adquirente puede haber obtenido dicha inversión a costo positivo o a costo cero. Generalmente, la información positiva le permitirá al adquirente utilizar de forma más productiva¹⁴¹ el bien. Por ejemplo, el conocimiento sobre yacimientos mineros, la creación de un proyecto inmobiliario por su parte, venta en el mercado de coleccionistas, etc.

En palabras de Cooter y Ulen, “[p]ara aumentar la producción, el conocimiento debe unirse al control. Para unir el conocimiento al control, el propietario del recurso debe adquirir la información, o la persona informada debe adquirir la propiedad del recurso.” (2016, p. 482)

En consecuencia, debido a que la información positiva podrá generar más producción y/o una utilización más productiva del bien, la inversión (costo positivo) en la producción de información es una actividad que debe promoverse.

El adquirente no tendría ningún incentivo para invertir en producir información si esta se verá obligado a compartir los beneficios de la misma con el transferente, especialmente al considerar que la inversión en producir información es riesgosa¹⁴². Por lo tanto, como se ha señalado antes, es necesario otorgar un derecho de propiedad absoluto

¹⁴¹ “La información productiva puede usarse para producir más riqueza. Es la información que permite trasladar los recursos existentes a usos más productivos (como ocurre con la información de que la tierra agrícola contiene recursos minerales valiosos) o que descubre métodos nuevos de organización de los recursos para usos más productivos (como ocurre con los métodos de contabilidad por partida doble).” (Cooter & Ulen, 2016, p. 484-485)

¹⁴² “Cuando se realiza una inversión cualquiera no es posible conocer ex ante su resultado. Toda inversión puede generar ganancias o pérdidas. Si bien las probabilidades de los resultados de la inversión se encuentran disponibles ex ante, múltiples factores, previsibles y no previsibles, pueden afectar las probabilidades y, por tanto, generar pérdidas en lugar de ganancias.” (Escobar, 2020, p. 248-249)

sobre la información positiva obtenida a costo positivo y excluir un deber de información sobre la misma¹⁴³ (Escobar, 2020, p. 248).

En segundo lugar, de la información positiva haberse obtenida a costo cero, no habrá un desincentivo a la producción de información si se impone un deber de información. En este caso, deberá imponerse un deber de información sobre el adquirente del transferente ser el que puede efectuar el uso más productivo del recurso al menor costo, lo cual dependerá del caso en concreto (Escobar, 2020, 249-250).

Por último, de la información obtenida por el adquirente ser negativa (defectos) sobre el bien negociado, la eficiencia de imponer un deber de revelación se complejiza.

Un primer punto que considerar es que no es posible determinar de forma previa si la información a producirse será positiva o negativa, por lo que un derecho absoluto de propiedad sobre la misma sí mantiene los incentivos del adquirente en producir información.

Sin embargo, la información negativa son defectos del bien que no generarán un uso más productivo del bien. Justamente, de obtener información de este tipo, todo adquirente buscará descontar dichos defectos del precio a pagarse por el bien o interiorizarlos en los términos del contrato.

¹⁴³ Es cierto que no toda información positiva es productiva, pero no es posible conocer con anterioridad qué inversión (costo positivo) resultará en una información productiva, por lo que el condicionar el derecho de propiedad sobre dicha información a su condición productiva generaría un desincentivo a su producción. En palabras de Freddy Escobar: “La persona que realiza una inversión para obtener información no sabe *ex ante* si logrará descubrir datos que permitan realizar un uso más productivo del recurso. Imaginemos que la ley concede un derecho de propiedad absoluto solamente si los datos obtenidos permiten realizar un uso más productivo del recurso. En este escenario, ¿qué personas estarán dispuestas a realizar una inversión? La respuesta es clara: solo las personas con preferencia al riesgo. Por consiguiente, en el escenario indicado la sociedad perderá oportunidades de desarrollo, pues las personas neutrales al riesgo y las personas con aversión al riesgo no participarán en el mercado de la obtención de información. Para alentar la inversión generalizada en el referido mercado la ley tiene que otorgar *ex ante* derechos de propiedad absolutos, que no se encuentren condicionados al hecho futuro e incierto consistente en la obtención de datos valiosos, esto es, de datos que permitan realizar un uso más productivo del recurso.” (Escobar, 2020, p. 249)

Por lo tanto, debido la propia condición de información negativa, el adquirente estará incentivado a compartirla, por lo que imponer un deber de revelación sobre el adquirente no tendría utilidad, independientemente del costo de su obtención¹⁴⁴.

Un segundo punto que considerar es que la información negativa sea utilizada con fines meramente redistributivos. La información redistributiva es aquella que crea una ventaja de negociación que pueda utilizarse para redistribuir la riqueza a la parte informada. Por ejemplo, la información sobre la ubicación de una carretera construida por el Estado en el mercado inmobiliario (Cooter & Ulen, 2016, p. 484-485).

Una carretera y en general la construcción de infraestructura por el Estado (parques, ciclovías, plazas, etc.) incrementa el valor de los inmuebles aledaños. Al contar con la información sobre esos proyectos, el adquirente tendrá una ventaja en la negociación que le permitirá adquirir el inmueble a un valor significativamente menor al que tendrá una vez realizado el proyecto.

Con ello únicamente se ha redistribuido el beneficio que habría tenido el propietario original de no transferir el inmueble al adquirente. La información unida al control del inmueble no ha generado ningún valor para la sociedad, como sí lo haría el adquirir inmuebles para generar un proyecto inmobiliario u explotación de recursos naturales.

Por lo tanto, en términos generales, el adquirente tendrá un deber de información sobre la información negativa siempre que esta sea meramente redistributiva¹⁴⁵.

¹⁴⁴ Se puede alegar que imponer un deber de revelación sobre la información negativa obtenida a costo cero no afecta los incentivos del adquirente. Ello es cierto. Sin embargo, debe considerarse que diferenciar qué información ha sido obtenida a costo cero y qué información ha sido obtenida a costo positivo es muy difícil. En el mismo sentido que la información que se “pudo conocer”, ello generaría costos de transacción (de ejecución) al momento de diferenciar ello en un subsecuente arbitraje. Por lo tanto, considerando que el adquirente ya está por definición incentivado a compartir dicha información, no tiene sentido imponer un deber de revelar información que generará perjuicios. Además, finalmente, será éste quien adquiera el bien con una cualidad negativa.

¹⁴⁵ En general, la producción de ningún tipo de información redistributiva, sea positiva o negativa, debe ser incentivada. Esta desperdicia recursos ya que permite a una parte captar el valor que la otra habría generado e, indirectamente, genera que se originen gastos defensivos en las partes desinformadas para evitar la redistribución, los cual también son recursos desperdiciados en lugar de ser destinados a la producción (Cooter & Ulen, 2016, p. 485).

Considerado lo hasta ahora dicho, los límites al deber de información pueden ser descritos en el siguiente cuadro:

EXISTENCIA DEL DEBER DE INFORMACIÓN				
Tipo de Información / Parte	Transferente		Adquiriente	
	Costo cero	Costo positivo	Costo cero	Costo positivo
Información positiva	No	No	No, salvo el transferente pueda efectuar el uso más productivo	No
Información negativa	Sí	Sí	No, salvo que sea redistributiva	No, salvo que sea redistributiva

En conclusión, de acuerdo al análisis económico del derecho, el transferente tiene un deber de información sobre la información negativa del bien materia de transferente, independientemente del costo positivo o negativa.

La imposición de este deber de información no perjudica los incentivos del transferente en producir información ya que este se beneficia de la misma, pero sí habría un perjuicio al adquiriente de no existir un deber de información. En ese escenario, cada potencial adquiriente tendría que invertir en recursos en descubrir dicha información, lo cual tendrá un reflejo en el precio a pagarse por el bien y/o en la exigencia de mejores términos en el contrato. En otras palabras, un incremento de los costos de transacción.

A diferencia de ello, no se justifica imponer un deber de información sobre el transferente por la información positiva ya que ello solo implicaría que el adquiriente recibe un bien de mejor calidad que el esperado.

Por otro lado, en términos generales, el adquirente no tiene un deber de información hacia el transferente. En particular, el imponer un deber de información sobre el adquirente, especialmente cuando la información ha sido obtenida a costo positivo, implica perjudicar los incentivos que tiene el adquirente para producir la información. Después de todo, qué agente en el mercado querrá invertir en un bien que no le generará ningún beneficio ya que estará obligado a compartirlo.

En consecuencia, la teoría económica señala que debe otorgarse un derecho de propiedad al adquirente sobre la información producida, lo cual mantendría los incentivos para la producción de información como actividad socialmente deseable.

Sin perjuicio de ello, el adquirente sí tendrá un deber de información cuando: i) la información haya sido obtenida a costo cero, sea positiva y el transferente sea la parte que pueda realizar un uso más productivo de la información; y, ii) independientemente del costo de su obtención, la información sea negativa y redistributiva.

Es este último caso el que tiene una relación importante con las *reps* y el *sandbagging*, ya que la información sobre incumplimiento sobre *rep* es por definición negativa. Ello será profundizado en el siguiente apartado.

2. Aplicando los límites del deber de información a las *reps* y al *sandbagging*

Ahora, habiéndose determinado los límites del deber de información, lo cual permite afirmar que el adquirente o comprador tiene un derecho de propiedad sobre la información que produce o tiene en la negociación y que solo tiene un deber de información cuando esta es redistributiva, debe aplicarse ello a las *reps* y al *sandbagging*.

Un asunto esencial sobre el *sandbagging* es que en realidad se refiere a dos posibles escenarios. Primero, que el comprador conocía efectivamente el incumplimiento de *rep* antes

del *closing*. Segundo, que el comprador pudo conocer el incumplimiento de *rep* antes del *closing*.

En el primer escenario, existe un deber de información del comprador sobre el conocimiento efectivo del incumplimiento de *rep*. Al las *reps* ser aseguramientos contractuales, el reclamo indemnizatorio *post-closing* sobre una *rep* que se conocía como incumplida es claramente redistributivo.

En este caso, el conocimiento efectivo (*actual knowledge*) sobre un incumplimiento de *rep* es información negativa, al ser un defecto de la empresa a adquirirse; y, el reclamo indemnizatorio *post-closing* implica que el comprador capture un porcentaje del beneficio que el contrato le generó al vendedor, es decir, redistributiva. Esta información no genera eficiencias o ganancias para las partes. Solo transfiere un porcentaje de la ganancia del vendedor al comprador.

La lógica detrás es la misma que fundamenta la prohibición del dolo como vicio de la voluntad. Es ineficiente que se permita la utilización de información redistributiva ya que ello generaría que las partes inviertan recursos en evitar que la contraparte redistribuya los beneficios generados por el contrato, lo cual incrementaría los costos de transacción (Escobar, 2020, p. 274).

En consecuencia, para evitar dicha redistribución, el vendedor invertirá recursos para protegerse de ello. Debido a que la sobreinversión de recursos en descubrir contingencias nunca es certera (lo cual también es un costo de negociación), el vendedor probablemente preferirá incurrir en el tiempo/discusión (costo de negociación) de intentar incorporar cláusulas de defensa y control sobre el comprador (esto es, una cláusula *anti-sandbagging*), lo cual incrementará los costos de transacción (Escobar, 2020, p. 276).

En cambio, respecto al segundo escenario, lo que el comprador pudo conocer (*constructive knowledge*) no tiene relevancia para efectos del deber de información. Lo que

se pudo conocer sobre un incumplimiento de *rep* no está bajo el deber de información ya que no tendría fines redistributivos.

Siendo una de las principales funciones de las *reps* la distribución de riesgos, al incorporarlas en un contrato, el vendedor está expresamente acordando asumir el riesgo sobre hechos específicos por una mejora en el precio del contrato u otros términos del contrato. Dicho acuerdo contractual implica que el comprador ha adquirido el derecho a descansar en las afirmaciones aseguradas que el vendedor ha señalado. No existe razón para negar la vinculatoriedad de ese acuerdo por lo que el comprador pudo conocer.

Desde otra perspectiva, viéndolo desde el error y la información que se “pudo conocer”, la doctrina ya considera que el riesgo del error puede ser distribuido entre las partes mediante acuerdos privados.

Si bien las *reps* cubren hechos o características sobre la empresa transferida, son las propias partes quienes contractualizan¹⁴⁶ dichos hechos y determinan una consecuencia indemnizatoria y no anulatoria de su incumplimiento¹⁴⁷. Ello justamente es el aseguramiento contractual que el vendedor otorga al comprador, por lo que es el vendedor quien asume el riesgo de la verificación de ese “error”.

Al otorgar una *rep* sobre hechos específicos, el vendedor asume el riesgo de la diferencia entre lo que las partes creen sobre la empresa *target* y la realidad. La *rep* es un aseguramiento sobre el que el comprador puede descansar y tiene derecho a descansar. Es el

¹⁴⁶ “En cuanto a los pactos que afectan a la distribución del riesgo del error entre los contratantes, cabe distinguir dos grandes grupos atendiendo a su contenido: (a) los que afectan al supuesto de hecho del error, restringiéndolo o ampliándolo; y (b) los que se refieren a sus remedios, estableciendo otros distintos de los que señala la ley.” (Morales Moreno citado en Aguayo, 2011, p. 327)

¹⁴⁷ Por ello, el incumplimiento de *representations and warranties* comunes suele no calificar como determinante o esencial para la celebración del contrato. En palabras de Juan Aguayo: “Pues bien, en contratos con manifestaciones y garantías cuyo remedio previsto es resarcitorio, que además tienen cláusulas limitativas de la responsabilidad por cuantía mínima, la esencialidad de la que puede hablarse no será la que se exige para la anulación por error. Se tratará de una esencialidad menor en su intensidad, fundada en la autonomía de la voluntad, la cual, como ha explicado Morales Moreno, puede efectivamente actuar sobre el error. En definitiva, nos hallamos ante una esencialidad para resarcir.” (Aguayo, 2011, p. 304)

vendedor a quién le corresponde incurrir en los costos/diligencias necesarias para asegurarse de que no existe dicha diferencia entre las creencias y la realidad.

En consecuencia, no habrá cabida a que posteriormente el vendedor busque evitar la asunción de riesgo que expresamente aceptó alegando que el comprador pudo conocer de dicha diferencia (especialmente al considerar que la información es costosa de producir).

Por ejemplo, asumamos que se realiza una venta de una pintura de Salvador Dalí en una famosa galería de arte a una persona natural. En el contrato, la galería de arte le asegura expresamente al comprador que la pintura es de Salvador Dalí. Incluso asumiendo que el comprador es un coleccionista experto, este tiene derecho a descansar en lo asegurado por la galería de arte. Finalmente, la galería de arte ha asumido el riesgo de la diferencia entre lo creído por las partes (la autoría de la pintura) y la realidad.

De finalmente no ser una pintura de Salvador Dalí, la galería no puede alegar que el comprador era un experto que pudo haber invertido recursos y conocido de la falsedad de la pintura. Dicha inversión, preocupación y diligencia correspondía a la galería de arte al asumir el riesgo. Lo contrario conllevaría a que ningún aseguramiento evitaría que la parte receptora tenga que agotar toda posibilidad de conocer o evitar los hechos asegurados, por lo que se invertirán recursos adicionales y tiempo en investigar ello y, en consecuencia, se incrementarían los costos de transacción.

Como señala Iñigo De la Maza, “[...] cuando se presta suficiente atención al error y dolo se aprende que no se trata, exactamente, de dispositivos orientados hacia la protección del consentimiento, sino más bien de mecanismos para distribuir el riesgo de la información defectuosa durante la negociación del contrato.” (De la Maza, 2011, p. 117)

Además, en cualquier transacción de M&A, el intercambio de información entre las partes es significativo y la sola existencia de un proceso de *due diligence* hace que siempre pueda argumentarse que un incumplimiento de *rep* pudo ser conocido por el comprador, por

lo que penalizar lo que el comprador “pudo haber conocido” solo llevaría a desincentivar la realización de *due diligence* detallados.

En conclusión, el deber de información sí tiene un efecto en las *reps* y el *sandbagging*, pero solo sobre la información de incumplimientos de *rep* efectivamente conocidos.

Por lo tanto, considerando ello, la “regla supletoria” en el Perú sería *pro-sandbagging* parcial al permitir que el comprador reclame una indemnización por incumplimiento de *rep*, independientemente de lo que este pudo haber conocido. La única excepción a ello sería la información sobre incumplimientos de *rep* efectivamente conocidos, al ser información redistributiva.

3. La regla supletoria sobre *sandbagging*: del estándar a la regla

En la anterior sección se ha determinado que el deber de información sí tiene un impacto sobre el *sandbagging*, al establecer que este debe ser permitido, salvo que el incumplimiento de *rep* sea efectivamente conocido.

No obstante, más que una “regla supletoria” ello sería un estándar ya que se discutirá en una controversia posterior (y determinado por el juez o árbitro competente) si el conocimiento del comprador sobre el incumplimiento de *rep* fue realmente efectivo.

Si bien es una discusión de menor amplitud que el originado por una regla *anti-sandbagging* (ya que esta implica tener que probar el desconocimiento del comprador y que tampoco le era posible conocer la información), igual significa un análisis probatorio extenso, es decir mayores costos de ejecución.

Ahora, como fue explicado anteriormente, todo comprador que cuente con información negativa efectivamente conocida sobre el bien materia de transferencia lo compartirá, pues ello le permitirá reducir el precio a pagarse o mejorar los términos del contrato para sus intereses.

No es razonable que un comprador asuma el costo de un posterior conflicto (en un eventual arbitraje) con el vendedor y asuma el riesgo de perder la indemnización a obtenerse debido la existente doctrina en contra y el principio la buena fe, cuando este puede simplemente comunicar dicho aspecto negativo y descontarlo en los términos del contrato.

En otras palabras, el comprador siempre estará incentivado a compartir la información que tenga sobre un incumplimiento de *rep*. Ello es aplicable tanto para la información sobre incumplimiento de *rep* que obtenga antes de la firma del contrato (escenario en que el deber de información, error y dolo son relevantes) o aquella que obtenga después de la firma del contrato y antes del cierre del mismo.

En consecuencia, siendo que el comprador siempre compartirá la información efectivamente conocida sobre incumplimientos de *reps* que cuente, el estándar determinado por el deber de información no es adecuado ya que eleva los costos de ejecución.

Es importante resaltar que la información sobre incumplimientos de *rep* efectivamente conocidos puede ser obtenido por el comprador mediante tres fuentes: i) por él mismo; ii) por un tercero; o, iii) por el vendedor.

En ese sentido, los propios incentivos del comprador están determinando que la información efectivamente conocida sobre incumplimientos de *reps* que éste obtenga por sí mismo o tercero no cobren relevancia para un estándar/regla supletoria ya que siempre será compartida.

Por lo tanto, considerando ello, solo es pertinente establecer mediante una regla que el comprador no podrá realizar *sandbagging* cuando el vendedor es la fuente del conocimiento. Ello permitirá reducir los costos de ejecución que un estándar origina al ya no incurrirse en costos de ejecución (los costos probatorios de determinar si el comprador conocía efectivamente del incumplimiento).

En consecuencia, con el objetivo de reducir los costos de transacción, se propone que la regla supletoria en el Perú sería permitir el *sandbagging* (*pro-sandbagging* parcial), salvo que el vendedor sea la fuente del conocimiento del comprador¹⁴⁸.

De esta forma, del comprador conocer efectivamente el incumplimiento de *rep* habiendo sido el vendedor la fuente de dicho conocimiento, el comprador estará imposibilitado de reclamar una indemnización *post-closing* por ese incumplimiento.

Desde otra perspectiva, del comprador tener conocimiento efectivo de un incumplimiento de *rep* y, a pesar de ello, proceder al cierre del contrato, ello puede ser interpretado como una renuncia a su derecho a reclamar *post-closing* una indemnización por dicho incumplimiento. Esa fue justamente la misma interpretación que aplicó la *United States Court of Appeals (Second Circuit)* en el caso *Galli v. Metz*.

Debe recordarse que el *bring-down condition* le permite al comprador salir del contrato al haberse verificado un incumplimiento de *rep* antes del cierre. La comunicación del vendedor de un incumplimiento de *rep* implica que se ha aceptado el incumplimiento, por lo que se ha gatillado el derecho del comprador de salir de la transacción o renegociar el contrato. Del comprador no tomar ninguna de dichas opciones y proceder a cerrar el contrato, este no podrá reclamar posteriormente por un incumplimiento de *rep* aceptado por ambas partes ya que se habrá realizado una renuncia tácita¹⁴⁹.

Ahora, si bien a un nivel lógico y económico la propuesta dada sobre la regla supletoria *pro-sandbagging* es adecuada, debe tenerse en cuenta que la institución base fue el deber de información surgido de los vicios de la voluntad. Este deber de información se

¹⁴⁸ En estricto, esta propuesta es consecuencia de la interpretación/integración del contrato que se estaba realizando en base a la buena fe y la eficiencia.

¹⁴⁹ También es posible que el vendedor no esté de acuerdo con la reducción del precio/mejora de los términos del contrato por el incumplimiento de *rep* comunicado por el comprador. Dependiendo de la situación del comprador (sea por los recursos invertidos, interés en la empresa target, entre otros), este podría estar inclinado a proseguir con el cierre de la transacción y reclamar el incumplimiento de *rep* en un futuro. En ese caso, siguiendo la lógica de la renuncia y lo interpretado en el caso *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co*, el comprador deberá manifestar expresamente que no renuncia a su derecho de reclamo por incumplimiento de *rep*.

mantiene estrictamente al nivel precontractual, por lo que es necesario determinar si lo analizado hasta el momento es correcto en la etapa post-firma y *pre-closing* de existir una institución en nuestro ordenamiento que así lo establezca.

Por lo dicho, la siguiente sección analizará el deber de mitigación de daños con el objetivo de determinar si afecta al *sandbagging*, especialmente en la etapa post-firma y *pre-closing*.

IV. EL DEBER DE MITIGACIÓN APLICADO AL *SANDBAGGING*

A. El deber de mitigación desde el derecho civil y el AED

El artículo 1327° del Código Civil establece que “[e]l resarcimiento no se debe por los daños que el acreedor habría podido evitar usando la diligencia ordinaria, salvo pacto en contrario.” Si bien este artículo está ubicado en el título sobre inexecución de obligaciones, este regula expresamente el deber de mitigación sobre los daños sufridos que tienen las partes, el cual proviene de la buena fe.

De esta forma, el deber de mitigación impone a las partes la carga¹⁵⁰ de realizar determinados comportamientos positivos o negativos para evitar o mitigar los daños sufridos, dependiendo si se encuentra antes o después del incumplimiento/ocurrencia del daño (Ugarte, 2018, p.130). De la parte dañada no cumplir con el deber de mitigación, este no podrá reclamar indemnización por los daños sufridos que pudo haber evitado o mitigado, según el caso.

¹⁵⁰ Se define al deber de mitigación como una especie de carga y no como un deber propiamente. Esto se debe a que el deber es una situación jurídica subjetiva pasiva que impone a su titular un comportamiento destinado a satisfacer un interés ajeno, lo cual no parece verificarse en este caso, mientras que una carga es la situación que impone a su titular efectuar un determinado comportamiento para tener la posibilidad de utilizar alguna situación activa suya (en este caso, el reclamo indemnizatorio por los daños sufridos) (Ugarte, 2018, p.130).

Desde la responsabilidad civil, se ha considerado al deber de mitigación y su incumplimiento como una fractura del nexo causal¹⁵¹ (Espinoza, 2019, p. 410). De esta forma, el daño eventual generado habrá sido causado al no incurrirse en los comportamientos/acciones necesarias para evitarlo o mitigarlo.

Desde el análisis económico del derecho, el deber de mitigación tiene el objetivo de reducir las pérdidas netas esperadas de un incumplimiento. Como se ha señalado antes, los contratos generan una ganancia para la sociedad, por lo que el ordenamiento establece reglas que desincentiven su incumplimiento.

En ese sentido, el artículo 1321° del Código Civil establece que quien no ejecuta sus obligaciones queda sujeto a la indemnización de los daños sufridos (siempre que existe culpa o dolo). En el caso de una compraventa, dicha regla sobre incumplimiento de obligaciones genera incentivos al vendedor para cumplir el contrato acordado. No obstante, al establecerse que se pagarán todos los daños sufridos, el comprador tiene el incentivo de no tomar precauciones contra los daños a sufrirse.

Si bien el prevenir o evitar daños es eficiente para reducir la pérdida netas de un incumplimiento, el comprador no tendrá incentivos para realizarlo ya que este asumirá el costo (las inversiones en precauciones o mitigaciones necesarias) pero el vendedor obtendrá el beneficio (el reducir los daños a indemnizarse), por lo que es necesario incentivar al comprador mediante una penalización de los daños que puede reclamar (Posner, 2000, p. 169-171).

En consecuencia, con el objetivo de corregir dicho desincentivo del comprador, el deber de mitigación establece que el comprador solo podrá reclamar por los daños sufridos que este no haya podido razonablemente evitar o mitigar.

¹⁵¹ “Los supuestos de ruptura de nexo causal son causas extrañas o ajenas (fortuito, fuerza mayor, hecho del tercero y hecho de la víctima o del acreedor) que desvirtúan o excluyen la presunta responsabilidad de un sujeto por la generación de daños” (Espinoza, 2019, p. 395). Ello diferencia a la ruptura de nexo causal de la concausa. Esta última implica la existencia de dos o más eventos causantes del daño en concurrencia, mientras la ruptura de nexo causal implica la existencia de una sola causa determinante de la producción del daño.

B. El deber de mitigación aplicado al *sandbagging*

Ahora, aplicando dichos conceptos al *sandbagging*, si bien las *representations and warranties* no son obligaciones, la aplicación del deber de mitigación establecería que debieron tomarse las medidas razonables que hubieran evitado o mitigado los daños sufridos.

Desde la perspectiva del comprador, al no estar en control sobre la empresa *target*, el comprador solo podrá implementar como medida para evitar o mitigar daños¹⁵² ocasionados por el incumplimiento de una *rep* el compartir la información que cuente al vendedor sobre dicho incumplimiento¹⁵³, sea antes de la firma o antes del *closing* de la transacción.

En ese sentido, como se ha señalado anteriormente, el comprador no tiene ningún incentivo para no compartir la información negativa sobre la empresa *target* que efectivamente conozca al momento de negociar o cerrar el contrato.

De encontrarnos antes de la firma del contrato, el comprador compartirá toda información negativa que cuente con la intención de incorporar dicho aspecto negativo en los términos del contrato, sea mediante la reducción del precio a pagarse o mediante una mejora de las condiciones indemnizatorias u otros acuerdos.

¹⁵² Podría señalarse que otra medida de mitigación que el comprador podría implementar es el de invertir mayores recursos en la producción de información, esto es un *due diligence* extenso y profundo. Sin embargo, como se señaló al analizar los vicios ocultos y los vicios de la voluntad, las *reps* por sí mismas implican un acuerdo de distribución de riesgos entre las partes que implica que el vendedor asuma el riesgo de generarse daños o pérdidas por la verificación de ciertos hechos. El imponer al comprador una carga no acordada (esto es el invertir recursos adicionales para averiguar hechos cuyo riesgo ha sido asumido por la contraparte) es una vulneración a dicho acuerdo. Por lo tanto, no puede considerarse el realizar un *due diligence* extenso como una medida de mitigación (carga) impuesta por el deber de mitigación debido a la existencia de las mismas *reps*.

¹⁵³ Es cierto que sí existirán medidas de evitación o mitigación específicas para las materias aseguradas por las *reps*. Por ejemplo, una *rep* asegurando el cumplimiento de los contratos materiales, específicamente con los proveedores principales, podría ser mitigada iniciando tratativas con un segundo nivel de proveedores o un seguro. Sin embargo, al referirnos a la generalidad *reps* ofrecidas por un vendedor, la medida a menor costo que el comprador podría tomar es el de compartir información sobre su incumplimiento ya que ello le traería beneficios en la renegociación del contrato.

Ello también será así de encontrarnos en la etapa post-firma y previa al cierre del contrato. En esta etapa, el comprador también compartirá toda información negativa pues el *bring-down condition* le permitirá no cerrar la transacción y apartarse de esta, de haberse verificado un incumplimiento de *rep*.

En otras palabras, independientemente de la etapa en la que se encuentre, el comprador compartirá la información negativa (sobre incumplimiento de *rep*)¹⁵⁴ ya que le permitirá al comprador negociar la mejora de las condiciones indemnizatorias o mejorar los términos del contrato.

Sin perjuicio de ello, el deber de mitigación sí implica que el comprador tendrá la carga de compartir la información efectiva (*actual knowledge*) sobre un incumplimiento de *rep* que cuente antes de la firma o del cierre del contrato.

El no compartir el conocimiento efectivo de un incumplimiento de *rep* implicará que el comprador está permitiendo la ocurrencia del daño sobre su patrimonio. Por lo tanto, este innegablemente no ha evitado o mitigado un daño, el cual pudo haberse mitigado al compartírselo al vendedor y este tomar medidas al respecto al estar en control de la empresa *target*.

De esta forma, mediante el análisis del deber de mitigación, se llega a la misma conclusión que al analizar el deber información, esto es que el *sandbagging* debe ser permitido, salvo el comprador tenga conocimiento efectivo del incumplimiento de *rep*, el cual es un estándar.

Como ya fue señalado, a diferencia de una regla, un estándar genera costos de ejecución. Considerando los incentivos del comprador para compartir el conocimiento

¹⁵⁴ La información negativa que tenga el comprador puede ser o no suficiente para convencer al vendedor de que existe un incumplimiento de *rep* dependiendo si cuenta con pruebas irrefutables o solo sospechas. En ambos casos, el comprador estará inclinado a negociar en base a dicha información ya que el *bring-down condition* le otorga la posibilidad de no cerrar el contrato.

efectivo que tenga sobre incumplimientos de *rep*, el estándar está generando costos que podrían evitarse al reducir el ámbito de lo regulado a una regla.

Como se dijo, el comprador compartirá el conocimiento efectivo que tenga sobre un incumplimiento de *rep*. Ello se realizará independientemente de la fuente (sea el comprador mismo o un tercero) con el fin de mejorar los términos del contrato a su favor.

El único supuesto en que el comprador no compartirá la información es cuando el vendedor es la fuente de dicho conocimiento debido a que el vendedor ya la conoce. Por ello, este es el único supuesto sobre el que el *sandbagging* debe ser regulado ya que nuestro ordenamiento no permite que el comprador obtenga una indemnización por un incumplimiento de *rep* efectivamente conocido (sea por el deber de información mediante la utilización de información redistributiva; o, por el deber de mitigación)¹⁵⁵.

Por lo tanto, con el objetivo de reducir costos de transacción, se propone que la regla supletoria en el Perú sea de permitir el *sandbagging* (*pro-sandbagging*), salvo que el vendedor sea la fuente del conocimiento del comprador (los costos de ejecución generados por un estándar). En otras palabras, una regla *pro-sandbagging* parcial.

En consecuencia, el análisis del deber de mitigación llega a la misma conclusión y propuesta que lo analizado sobre el deber de información.

¹⁵⁵ Como fue señalado en la sección anterior al referirnos a la jurisprudencia anglosajona, del comprador tener conocimiento efectivo del incumplimiento de *rep* siendo el vendedor la fuente, las partes deben negociar si incorporar ello en los términos del contrato (mejorándolos a favor del comprador), acordar que se mantiene su derecho de reclamo (CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co); o, proceder a cerrar la transacción y renunciar su derecho de reclamo (Galli v. Metz).

CONCLUSIONES: PROPUESTA DE REGLA SUPLETORIA SOBRE *SANDBAGGING*

Como se señaló en un inicio, la presente investigación tenía como objetivo determinar la regla supletoria sobre *sandbagging* aplicable en el Perú mediante la interpretación e integración de las instituciones civiles y en línea con la eficiencia. Ello era necesario pues se comprobó que la falta de una regla sobre *sandbagging* en el país y la tendencia *anti-sandbagging* existente en la doctrina generaba costos de transacción (de negociación y ejecución) sobre las partes.

A manera de repaso de los costos de transacción generados, a diferencia de USA, en nuestro país no existe una regla supletoria sobre *sandbagging*, lo cual tiene como consecuencia que las negociaciones sobre ésta se mantengan acaloradas e intensas (mayores costos de negociación).

En las negociaciones, de una parte proponer una cláusula sobre *sandbagging*, la otra parte comenzará a desconfiar ya que asumirá que su contraparte tiene más información. Del comprador proponer una cláusula *pro-sandbagging*, el vendedor asumirá que el comprador conoce de un incumplimiento de *rep*; o, del vendedor proponer una cláusula *anti-sandbagging*, el comprador asumirá que el vendedor sabe que las *reps* ofrecidas pueden ser falsas y desea transferirle el riesgo de la revisión diligente de la información.

Ello se debe a que las cláusulas/reglas sobre el *sandbagging* en realidad discuten la propiedad de la información producida por el comprador sobre la empresa *target*. El permitir el *sandbagging* (*pro-sandbagging*) en realidad significa asignarle al comprador la propiedad privada de su información, por lo que puede utilizarla y recibir sus beneficios (al determinar de mejor forma el alcance de las *reps* y el precio en la negociación del SPA).

En cambio, el restringir el *sandbagging* (*anti-sandbagging*) significa que la información del comprador sobre la empresa *target* es pública (entre las partes del contrato),

por lo que el comprador debe revelarlo (si la conoce) y ser diligente en su producción¹⁵⁶, bajo sanción de perder de derecho a reclamar una indemnización por incumplimiento de *rep*.

Por ello, de acuerdo al AED, la falta de una regla supletoria sobre *sandbagging* es lo que mantiene las negociaciones acaloradas e intensas, pues el derecho de propiedad sobre la información del comprador no está claro y determinado. Las partes no tienen un punto de partida sobre el que negociar sobre la materia.

Además, la no existencia de regla supletoria sobre *sandbagging* también tiene como consecuencia que los laudos arbitrales sobre la materia sean impredecibles (mayores costos de ejecución). Ello se debe a que el tribunal arbitral tendrá que interpretar las instituciones civiles e integrar el contrato sin mayor referencia pues los arbitrajes son confidenciales.

Si bien actualmente las instituciones arbitrales se están inclinando por la transparencia de los laudos, aún no podría hablarse de una jurisprudencia arbitral uniforme, especialmente sobre un área tan especializada como M&A. Por ello, no es predecible lo que un tribunal arbitral podrá decidir sobre el *sandbagging*, especialmente al considerar que no existe una postura unánime sobre la interpretación de las instituciones civiles aplicadas a las *reps* y que las posiciones/posturas de cada árbitro pueden llevar a conclusiones distintas.

Por otro lado, como se señaló, la doctrina peruana ha marcado una posición, por lo que sí puede afirmarse una tendencia *anti-sandbagging* en el Perú. La existencia de dicha tendencia no significa el establecimiento de una regla supletoria ya que la doctrina no es una fuente del derecho con el grado de vinculatoriedad que tendría una ley o una línea jurisprudencial uniforme.

¹⁵⁶ En estricto, el que una regla *anti-sandbagging* implique que el comprador pierde su derecho de reclamo por la información que “pudo conocer” no es una asignación de propiedad sobre la información del comprador ya que esta información puede no llegar a existir. El que el comprador deba ser diligente en la producción de información es en realidad una distribución de riesgo convencional mediante la cual el comprador asume parte del riesgo de la verificación del hecho asegurado mediante la *rep*.

No obstante, la tendencia *anti-sandbagging* sí es una situación que genera incentivos o desincentivos en el comportamiento de las partes en un SPA, por lo que sí se analizó cuáles son los problemas y costos de transacción que genera.

En primer lugar, la tendencia *anti-sandbagging* genera un análisis probatorio extenso ya que el *anti-sandbagging* agrega un requisito adicional al reclamo indemnizatorio por incumplimiento de *rep*, esto es el desconocimiento del comprador.

Si bien el conocimiento deberá ser alegado por quién lo alega (el vendedor), ello no evita que el tribunal arbitral y las partes deberán analizar las miles de comunicaciones y documentos que se intercambiaron en una transacción de M&A. El conocimiento/desconocimiento de lo que se conoció y, en particular, lo que se pudo conocer es algo difícil de probar, por lo que se incrementarán los costos de ejecución significativamente.

En segundo lugar, la tendencia *anti-sandbagging* genera un desincentivo a la producción de información del comprador. El *anti-sandbagging* penaliza la información que el comprador tiene o pudo conocer, por lo que la producción de información del comprador es desincentivada.

Una regla *anti-sandbagging* implica que el comprador asume el riesgo de verificar y producir diligentemente la información, pues lo que “pudo conocer” bastará para perjudicar su derecho de reclamo por incumplimiento de *rep*. En otras palabras, el rango de supuestos que puede afectar el derecho del reclamo del comprador se incrementa de forma directa con la información producida.

Por ello, todo comprador estará desincentivado a producir información sobre la empresa *target*, lo cual dificultará que las partes determinen y lleguen a un acuerdo sobre los términos del contrato, el alcance de las *reps* y el precio a pagarse. En otras palabras, el incremento de costos de negociación.

Habiéndose revisado los costos de transacción (de negociación y ejecución) que genera la falta de una regla supletoria sobre *sandbagging* y la tendencia *anti-sandbagging* existente, como se explicó, éstos pueden ser reducidos mediante una regla *pro-sandbagging* parcial.

Una regla *pro-sandbagging* asigna un derecho de propiedad sobre la información al comprador por lo que evita que las negociaciones se mantengan acaloradas e intensas, por lo que reduce los costos de negociación. Además, la propia determinación de una regla supletoria ya evita la impredecibilidad de los laudos (costos de ejecución)¹⁵⁷.

Por otro lado, una regla *pro-sandbagging* determina que el conocimiento o desconocimiento del comprador no es relevante ni requisito para su reclamo indemnizatorio por incumplimiento de *rep*. Es decir, no se genera costos de ejecución como sí se generan en una regla *anti-sandbagging* al incurrir en altos costos probatorios para determinar el conocimiento del comprador.

Asimismo, como se dijo, una regla *pro-sandbagging* asigna un derecho de propiedad sobre la información del comprador a este, lo cual incentiva la producción de dicha información y, con ello, facilita el acuerdo de las partes sobre los términos del contrato, el alcance de las *reps* y el precio a pagarse.

En cambio, una regla *anti-sandbagging* desincentiva al comprador a producir información. El que “lo conocido” y “lo que pudo conocer” afecte su reclamo por incumplimiento de *rep* significa que la producción de información en sí misma puede ser perjudicial. Mientras más información produzca el comprador, los incumplimientos de *rep* que se “pudieron conocer” son mayores.

¹⁵⁷ Estos son los costos generados por la falta de una regla supletoria sobre *sandbagging*, por lo que, en estricto, el establecimiento de cualquiera de las dos (*pro-sandbagging* o *anti-sandbagging*) habría evitado estos costos de transacción. Los beneficios de incorporar una regla *pro-sandbagging* parcial se encuentra en que no genera los costos de transacción que sí genera una regla *anti-sandbagging*.

En consecuencia, el comprador estará desincentivado a producir información sobre la empresa *target* y a las partes se les dificultará ponerse de acuerdo sobre los términos del contrato, el alcance de las *reps* y el precio a pagarse, es decir, mayores costos de negociación.

No obstante, no debe perderse de vista que una regla *pro-sandbagging* absoluta que otorgue un derecho de propiedad sobre los incumplimientos de *rep* efectivamente conocidos (información negativa redistributiva) también genera costos de transacción.

Del vendedor saber que el comprador puede obtener una indemnización por incumplimientos de *rep* que efectivamente conoce, este invertirá mayores recursos en investigación de la empresa *target* y en incorporar cláusulas de defensa al SPA (como una cláusula *anti-sandbagging*). En conjunto, los costos de negociación se incrementarán. Por ello, solo debe permitirse el *sandbagging* sobre la información que el comprador pudo conocer, pero que no conoció efectivamente.

Entonces, definido que una regla *pro-sandbagging* parcial reduciría costos de transacción en las partes, se debía analizar cuál es la regla supletoria que las instituciones del derecho peruano determinan. Las principales instituciones que podían determinar ello son: i) las normas sobre inexecución de obligaciones; ii) los vicios ocultos; iii) los vicios de la voluntad/deber de información; y, iv) el deber de mitigación.

Respecto a las normas sobre inexecución de obligaciones, de las *reps* ser obligaciones, podía entenderse que el comprador era cocausante (artículo 1326° del Código Civil) del incumplimiento de *rep* al conocerlo o poder conocerlo antes del *closing*. Sin embargo, como se vio, las *reps* son simples aseguramientos contractuales (relaciones de garantía). Estas no tienen una prestación, la cual es un elemento esencial de las obligaciones.

Visto de otra forma, las *reps* implican que no existe un comportamiento/acción por parte del vendedor que causa el daño sobre el comprador. El daño originado se da como consecuencia de la materialización de un hecho fáctico sobre el que una parte ha asegurado a la otra.

Por lo tanto, la concausa ni las normas sobre inejecución de obligaciones son relevantes, pues estas parten del supuesto de una causa del daño como la realización o no realización de una acción/conducta (el incumplimiento de una obligación) a cargo del vendedor.

Respecto a los vicios ocultos, a primera vista, pareciera que los vicios ocultos podrían ser aplicables a las *reps* y determinar una regla supletoria, especialmente al considerar los vicios aparentes (artículo 1504° del Código Civil). Dicha norma establece que los vicios que pudieron ser conocidos al momento de la transferencia, no dan lugar al saneamiento.

Como se dijo en su momento, los vicios ocultos presentan similitudes con las *reps* que podría, a primera vista, llevar a concluir que son aplicables las normas de los primeros sobre los segundos. Entre dichas similitudes, ambas figuras permiten establecer una forma de “garantía” sobre el bien materia de transferencia y sobre sus características/defectos. Además, ambas figuras establecen una forma de “responsabilidad objetiva” en la que la culpa/dolo del transferente no tiene relevancia ya que solo se verifica la existencia una situación fáctica. Por último, ambas tienen remedios similares como la indemnización o resolución del contrato.

Sin embargo, los vicios ocultos están dirigidos a cualidades/defectos intrínsecos al bien materia de la transferencia que son verificables con su uso, lo cual se ve reflejado en su regulación como en sus cortos plazos de caducidad. Recordemos que, en la mayoría de casos, las *reps* aseguran hechos fácticos sobre la empresa misma y no solo sobre las acciones (el bien materia de transferencia).

En cualquier caso, incluso de considerar que las normas sobre vicios ocultos son aplicables a las *reps*, lo que el comprador “pudo conocer” es indiferente. Las *reps* representan en sí mismas un acuerdo de distribución de riesgos entre las partes, por lo que el vendedor es responsable de la materialización de dicho riesgo, sin importar si el comprador pudo conocerlo.

Justamente, dicho riesgo asignado se da como consecuencia de la negociación de las partes e intercambio de beneficios en el contrato (como un incremento del precio). El comprador está en su derecho de no destinar recursos (costosos) en producir información y descansar en lo asegurado por el vendedor¹⁵⁸.

Por otro lado, manteniéndonos en el supuesto en que las normas sobre vicios ocultos son aplicables, tampoco existe el comprador *sandbagger* que espera que el contrato se cierre para demandar una indemnización por un “vicio” (incumplimiento de *rep*) que ya conoce (efectivamente).

El comprador no tiene incentivos de arriesgar su posibilidad de recibir una indemnización e invertir en un arbitraje para reclamarlo, en lugar de utilizar las herramientas de negociación (no firmar el contrato/*bring-down condition*) que le dan el conocer del incumplimiento de *rep* antes del cierre. Todo comprador preferirá incorporar el incumplimiento de *rep* en los términos del contrato (disminuyendo el precio del contrato, mejorando los términos indemnizatorios, entre otros).

Por lo tanto, las normas sobre vicios ocultos no son relevantes para determinar una regla supletoria sobre *sandbagging*, pues i) están dirigidos a defectos intrínsecos del bien transferido (en este caso, las acciones); ii) incluso de ser aplicables, lo que “pudo conocer” el comprador es uno de los riesgos asignados al vendedor mediante el acuerdo de las *reps* ya que éstas fueron producto de una negociación en el contrato, por lo que no puede vulnerarse lo pactado y “obligar” al comprador a producir información al respecto; y, iii) incluso de ser aplicables, todo comprador preferirá renegociar el contrato con el conocimiento efectivo de incumplimiento de *rep* considerando la ventaja que le otorga, antes de arriesgar su derecho e invertir recursos para reclamarlo posteriormente.

¹⁵⁸ Además, las normas sobre obligaciones de saneamiento/vicios ocultos son supletorias (artículo 1489° del Código Civil), por lo que, en el supuesto negado de considerarlas aplicables, las *reps* son un pacto en contrario.

Respecto a los vicios de la voluntad, el error (entendido como la diferencia entre lo entendido por las partes y la realidad) y el dolo (la inducción del error de una parte) parecieran tener una relación directa con el *sandbagging*. De esta forma, el incumplimiento de *rep* efectivamente conocido por el comprador antes del cierre podría ser calificado como dolo y el incumplimiento de *rep* que pudo conocerse (cognoscibilidad) podría ser calificado como error.

Ambas figuras giran en torno a la información que tienen las partes. Las partes no pueden errar si cuentan con la información que aclare la diferencia de su entendimiento del mundo y de la realidad. Ello se conoce como asimetría informativa, la cual puede ser reducida al asignarse un deber de información. Sin embargo, esta asimetría no siempre es mala.

Muchas veces producir información es conveniente para la sociedad al motivar y facilitar un sin número de contratos. No obstante, la información es un bien costoso de producir. Si se establece un deber de información absoluto de forma que se elimine la asimetría informativa, muchas partes perderán los incentivos para producir información.

Después de todo, qué agente racional produciría información si debe compartir los beneficios de ésta, a pesar de asumir el costo de su producción. En consecuencia, con el objetivo de incentivar la producción de información, debe asignarse un derecho de propiedad privada sobre la información.

Ahora, justamente, la regulación sobre el error y el dolo establece un límite entre el deber de información y la propiedad privada de la información. Ello se debe a que los contratos celebrados debido a error o dolo (asimetría informativa) generan una pérdida para la sociedad al transferir un recurso a una parte que no lo quiere o lo habría adquirido a menor precio.

Por otro lado, la propiedad privada sobre la información es la medida que tiene el ordenamiento para incentivar a los agentes del mercado a producir información, lo cual

también genera los beneficios a la sociedad ya mencionados como motivar/facilitar la celebración de contratos. Por lo tanto, establecer los límites entre ambos es necesario.

Si bien los límites exactos varían dependiendo del caso, el AED facilita el análisis estableciendo cuando existe un deber de información en base a dos variables: i) el costo de la información (costo cero o costo positivo); y, ii) el tipo de información (información positiva o información negativa, según si se refiere a cualidades positivas o negativas del bien).

En particular, un incumplimiento de *rep* se refiere a información negativa sobre la empresa materia de transferencia. En líneas generales, el comprador no tiene un deber de información y se le asigna propiedad privada sobre la información que produzca. La única excepción es cuando la información será utilizada para fines redistributivos.

La información redistributiva es aquella que no genera un valor para la sociedad y, en su lugar, solo está orientada a obtener una ventaja en la negociación que permita a una parte capturar una parte adicional del valor generado por el contrato. Un ejemplo de ello es, justamente, el incumplimiento de *rep*.

Las *reps* son utilizadas para determinar el precio del contrato. Las partes acuerdan que responderán de materializarse cierto hechos sobre la empresa *target* (distribución de riesgos), lo cual en términos prácticos/comerciales (no jurídicos) significa que el precio del contrato será reajustado considerando los daños/indemnización que deberá pagarse.

Del comprador conocer efectivamente el incumplimiento de *rep* y proceder al cierre del contrato, éste estará utilizando información para fines redistributivos al capturar un porcentaje extra del valor generado por el contrato. El comprador simplemente estará tomando una parte del valor que el contrato le generó al vendedor (por el precio del contrato) mediante la indemnización posterior.

En consecuencia, no puede permitirse el *sandbagging* puro (mediante conocimiento efectivo) como regla supletoria. El *sandbagging* puro genera que el vendedor incurra en mayores costos de negociación, pues si sabe que el ordenamiento permite que el comprador aproveche la información sobre incumplimientos de *rep* efectivamente conocidos, este invertirá mayores recursos de investigación en confirmar que las *reps* ofrecidas son correctas y en negociar cláusulas de control incorporando una cláusula *anti-sandbagging* (costos de negociación).

Por otro lado, los incumplimientos de *rep* que el comprador pudo conocer no implican la utilización de información redistributiva, por lo que no se verían afectados por el deber de información.

Como se ha dicho, las *reps* son acuerdos de distribución de riesgos mediante el cual el vendedor asume el riesgo de la verificación de un hecho sobre la empresa *target*. Las partes acuerdan el contrato (precio y términos) en base a su entendimiento de la realidad de la empresa *target*. Mediante los aseguramientos (*reps*) están asignando el riesgo de la diferencia de dicho entendimiento y la realidad al vendedor.

En consecuencia, lo que el comprador pudo conocer no forma parte de los riesgos asumidos por el comprador. Producir información es una actividad costosa (especialmente en M&A considerando los *due diligence* y al extenso análisis de información).

De esta forma, mediante las *reps*, el comprador ha adquirido el derecho de descansar en lo asegurado por el vendedor (y evitar la inversión de recursos adicionales). Por su parte, el vendedor ha obtenido un beneficio en el contrato (mejora del precio y términos) por el aseguramiento otorgado, por lo que le corresponde a éste invertir los recursos para verificar si dicho entendimiento es correcto.

Por lo tanto, el deber de información sí determina que el *sandbagging* está permitido, salvo cuando el comprador tiene conocimiento efectivo del incumplimiento de *rep*.

A la misma conclusión llega el análisis del deber de mitigación de daños. Éste determina que no debe indemnizarse a la parte reclamante por los daños que pudo haber evitado o mitigado (dependiendo si se encuentra antes o después del incumplimiento/ocurrencia del daño).

Siendo que el comprador no tiene control sobre la empresa *target* ni puede afectar directamente la materialización de los hechos asegurados mediante las *reps*, su única medida de evitación o mitigar el daño es comunicar la información que tiene al vendedor. Compartiendo la información que conozca, el comprador podrá evitar o mitigar el daño, al menos en parte, ya que el vendedor -quién tiene control de la empresa *target* hasta antes del cierre- podrá tomar alguna medida; o, se compensará el daño futuro a sufrirse en el precio del contrato.

En otras palabras, del comprador tener conocimiento (efectivo) sobre un incumplimiento de *rep*, éste debe evitarlo/mitigarlo (compartiendo la información). De no hacerlo, perderá su posibilidad de reclamar una indemnización por ello.

Sin perjuicio de ello, el deber de mitigación no tiene relación alguna con lo que el comprador pudo haber conocido. En este caso, no hay información que compartir. Por lo tanto, mediante el deber de mitigación también se concluye que el *sandbagging* está permitido, salvo cuando el comprador tiene conocimiento efectivo del incumplimiento de *rep*.

Debe resaltarse que ambas figuras, el deber de información y el deber de mitigación, se complementan ya que el deber de información corresponde a la etapa negocial (antes de la firma), mientras el deber de mitigación es más amplio y se aplicará también a la etapa post-firma y pre-cierre. Ello permite concretar una regla supletoria sobre *sandbagging* aplicable a todo el proceso transaccional.

Sin embargo, dicha “regla supletoria” obtenida del análisis de instituciones como el deber de información y el deber de mitigación es en realidad un estándar ya que requiere que

un tribunal arbitral determine de forma posterior si el comprador tuvo conocimiento efectivo del incumplimiento de *rep*. Como todo estándar, ello finalmente implica mayores costos de ejecución para las partes al generarse una discusión frente a una corte/tribunal arbitral.

Como se explicó a lo largo del capítulo V, el comprador tiene incentivos para compartir el conocimiento que tiene sobre todo incumplimiento de *rep*. De compartir dicha información, el comprador podrá renegociar el contrato para incorporar dicho incumplimiento en el contrato (disminuyendo el precio a pagarse o mejorando los términos indemnizatorios, entre otros).

Después de todo, el conocimiento sobre un incumplimiento de *rep* le otorga la ventaja comercial al comprador ya que, de encontrarse antes de la firma del contrato, podrá no firmar éste; o, de encontrarse en la etapa post-firma y pre-cierre, podrá utilizar el *bring-down condition* para no cerrar el contrato.

Entonces, establecido que el comprador compartirá la información que posea sobre un incumplimiento de *rep* al ser conveniente para sus intereses (independientemente de la fuente, sea él mismo o tercero). El único escenario en que no compartirá dicha información es cuando el vendedor es la fuente de dicho conocimiento ya que el vendedor ya la conocerá.

De esta forma, un estándar que regule que no puede realizarse *sandbagging* cuando el conocimiento es efectivo es innecesario y está generando costos de ejecución que podrían ser evitados.

Por lo tanto, se propone que la regla supletoria sobre *sandbagging* en el Perú sea la siguiente: El *sandbagging* está permitido, salvo que el vendedor sea la fuente del conocimiento del comprador.

Como comentario final debe señalarse que, fuera de los argumentos económicos antes referidos, la regla supletoria sobre *sandbagging* propuesta es simplemente la aplicación

directa y sin obstáculos de lo pactado por las partes. Es decir, una regla *pro-sandbagging* parcial.

Por un lado, lo que el comprador pudo conocer sobre incumplimientos de *rep* no debería afectar su posibilidad de reclamar una indemnización. Éste fue un riesgo asignado al vendedor y, de no permitirse ello, ningún aseguramiento evitaría que el comprador deba invertir recursos en ser diligente con lo que pudo conocer.

De otro lado, respecto al conocimiento efectivo, sean aplicables o no, todas las instituciones civiles tratadas buscan prohibir lo mismo. El oportunismo del comprador para capturar un porcentaje adicional del valor generado por el contrato no es permitido, al menos no como regla supletoria (es decir, sin que las partes lo autoricen de mutuo acuerdo).

Por todo lo dicho, en extremo resumen, la presente investigación espera haber aclarado la aplicación del *sandbagging* en el Perú y, en consecuencia, concluyó que debe aplicarse una regla *pro-sandbagging* parcial. En términos prácticos, se concluyó que las *representations and warranties* deben ser aplicadas exactamente como fueron pactadas por las partes.

BIBLIOGRAFÍA

- Adams, K. (2007). What Does «Material» Mean? *Deal Lawyers*, 1(5), 1-12. Recuperado de <https://www.adamsdrafting.com/downloads/deallawyers.9-07.pdf?x22474>
- Adams, K. (2015). Eliminating the Phrase Represents and Warrants from Contracts. *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, 16, 203-229. Recuperado de <https://www.adamsdrafting.com/wp/wp-content/uploads/2015/06/Adams-Eliminating-the-Phrase-Represents-and-Warrants-from-Contracts.pdf>
- Aguayo, J. (2011). *Las Manifestaciones y Garantías en el Derecho de Contratos Español* (Primera Ed; Thomson Reuters, ed.). Navarra: Editorial Arandazi.
- Álvarez, J. M. (2010). Elementos comunes y la Estrategia del Cierre. En Thomson Reuters (Ed.), *Adquisiciones de Empresas* (Tercera Ed, pp. 55-121). Navarra: Editorial Arandazi.
- Amiel, S. (2015). Consideraciones prácticas respecto al régimen de indemnización en el marco de una compraventa de acciones. En C. Soto (Ed.), *Fusiones & Adquisiciones* (Primera Ed, pp. 117-141). Lima: Instituto Pacífico.
- Amiel, S. (2011, octubre 10). Las cartas de intención o letters of intent. Recuperado 11 de octubre de 2021, de Ius 360 website: <https://ius360.com/las-cartas-de-intencion-o-letters-of-intent-2/>
- Arata, C., & Cáceres, W. (2019). La etapa preliminar en los M&As. *Revista de Actualidad Mercantil*, (6), 110-121. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/actualidadmercantil/article/view/21703>
- Arribas, G. (2014). Vicios ocultos o bienes disconformes: ¿Incumplimiento y/o saneamiento? *Forseti: Revista de Derecho*, (3), 47-59. <https://doi.org/10.21678/forseti.v0i3.1165>
- Avery, D. (2020a). Sandbagging Provisions. *Bloomberg Law*, 1-4. Recuperado de <https://www.goulstonstorrs.com/content/uploads/2020/10/Sandbagging-Provisions.pdf>
- Avery, D. (2020b). Use of Knowledge Qualifiers for Representations and Warranties. *Bloomberg Law*, 1-5. Recuperado de <https://www.goulstonstorrs.com/content/uploads/2021/01/Use-of-Knowledge-Qualifiers-for-Representations-and-Warranties.pdf>

- Avery, D. (2020c). Stand-Alone Indemnities. *Bloomberg Law*, 1-4. Recuperado de <https://www.goulstonstorrs.com/content/uploads/2020/11/Stand-Alone-Indemnities-1.pdf>
- Avery, D. (2020d). Indemnity Caps. *Bloomberg Law*, 1-5. Recuperado de <https://www.goulstonstorrs.com/content/uploads/2021/01/Indemnity-Caps.pdf>
- Avery, D. (2020e). Indemnity Baskets. *Bloomberg Law*, 1-7. Recuperado de <https://www.goulstonstorrs.com/content/uploads/2021/05/Indemnitybaskets.pdf>
- Avery, D., & Weintraub, D. (2011). Trends in M&A Provisions: «Sandbagging» and "«Anti-Sandbagging» Provisions. *Bloomberg Finance L.P.*, 5(6). Recuperado de <https://www.goulstonstorrs.com/content/uploads/publications/trends-in-ma-provisions-sandbagging-and-anti-sandbagging-provisions-mergers-acquisitions-law-report-a8c734b0d33032b93f521aeb12f27d0f.pdf>
- Ayres, I., & Gertner, R. (1989). Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules. *The Yale Law Journal*, 99(1), 87-130. <https://doi.org/10.2307/796722>
- Ayres, I., & Gertner, R. (1992). Strategic Contractual Inefficiency and the Optimal Choice of Legal Rules. *The Yale Law Journal*, 101(4), 729-774. <https://doi.org/10.2307/796873>
- Becker, G. (1998). El enfoque económico de la conducta humana. *Anuario de Filosofía Jurídica y Social. El derecho como ciencia y profesión*, (16), 507-529. Recuperado de <http://filosofiajuridica.cl/wp-content/uploads/2015/02/1998-29-becker.pdf>
- Benegas, A. (1997). *Bienes públicos, externalidades y los free-riders: el argumento reconsiderado*. Recuperado de <https://www.eseade.edu.ar/wp-content/uploads/2016/08/Benegas-Lynch-6.pdf>
- Ben-Shahar, O. (2004). «Agreeing to disagree»: Filling gaps in deliberately incomplete contracts. *Wisconsin Law Review*, (2), 389-428. <https://doi.org/10.2139/ssrn.496183>
- Blackaby, N., Partasides, C., Redfern, A., & Hunter, M. (2015). Chapter 9. Award. En Kluwer Law International (Ed.), *Redfern and Hunter on International Arbitration* (Sexta Ed, pp. 501-568). Recuperado de <https://www-kluwerarbitration-com.ezproxybib.pucp.edu.pe/document/KLI-KA-Redfern-06-014>
- Bullard, A. (2006). *Derecho y economía. El análisis económico de las instituciones legales* (Segunda ed). Lima: Palestra Editores.

- Calabresi, G. (1992). Seguro de primera persona, de tercera persona y responsabilidad por productos: ¿Puede el Análisis Económico del Derecho decirnos algo al respecto? *Ius et Veritas*, (4), 89-103. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15334/15795>
- Carrasco, Á. (2010). Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento. En Thomson Reuters (Ed.), *Adquisiciones de Empresas* (Tercera Ed, pp. 285-358). <https://doi.org/10.5944/rif.2.2010.5578>
- Castillo, M. (2017). *Derecho de las obligaciones* (Primera Ed). Lima: Fondo Editorial PUCP.
- Chan, A. (2014). Solo estamos saliendo: Sobre la buena fe en la etapa de las tratativas. En *Estudios de Derecho Contractual* (Primera Ed, pp. 175-190). Lima: Ius et Veritas.
- Chase, D. (2020). M&A After Eagle Force: An Economic Analysis of Sandbagging Default Rules. *California Law Review*, 108(5), 1665-1681. <https://doi.org/10.15779/Z386W9694S>
- Cleary, S. (2019). Delaware Law, Friend or Foe? The Debate Surrounding Sandbagging and How Delaware's Highest Court Should Rule on a Default Rule. *SMU Law Review*, 72(4), 821-848. Recuperado de <https://scholar.smu.edu/smulr/vol72/iss4/14>
- Cole, B. (2016). Knowledge is Not Necessarily Power: Sandbagging in New York M & A Transactions. *The Journal of Corporation Law*, 42(2), 445-459.
- Cooter, R., & Ulen, T. (2016). *Derecho y economía* (Tercera Ed). Mexico: Fondo de Cultura Económica.
- De la Maza, I. (2011). La distribución del riesgo y la buena fe. A propósito del error, el dolo y los deberes precontractuales de información. *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, (XXXVII), 115-135. Recuperado de https://www.scielo.cl/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0718-68512011000200003
- De la Piedra, R. (2018). Aplicación de las cláusulas sandbagging y antisandbagging. Recuperado de LexLatin website: <https://lexlatin.com/opinion/aplicacion-de-las-clausulas-sandbagging-y-antisandbagging>
- De la Puente y Lavalle, M. (2014). El contrato y los efectos reales. En *Estudios de Derecho Contractual* (Primera Ed, pp. 275-286). Lima: Ius et Veritas.

- De la Puente y Lavalle, M. (2017a). *El Contrato en General. Comentarios a la Sección Primera del Libro VII del Código Civil (Tomo II)* (Tercera Ed). Lima: Palestra Editores.
- De la Puente y Lavalle, M. (2017b). *El Contrato en General. Comentarios a la Sección Primera del Libro VII del Código Civil (Tomo I)* (Tercera Ed). Lima: Palestra Editores.
- De Sousa, C. (2015). Filling the Gaps: A Civil Law Tradition. *Albert Jan Van den Berg (ed) Legitimacy: Myths, Realities, Challenges, 18*, 1006-1024. Recuperado de <https://www-kluwerarbitration-com.ezproxybib.pucp.edu.pe/document/kli-ka-icca-congress-18-044?q=de+sousa+AND+filling+the+gaps>
- Demsetz, H. (1967). Towards a Theory of Property Rights. *The American Economic Review*, 57(2), 347-359. Recuperado de https://econ.ucsb.edu/~tedb/Courses/Ec100C/Readings/Demsetz_Property_Rights.pdf
- Dosani, D. (2021). What are the different types of misrepresentation? *Lincoln & Rowe*, pp. 1-13. Recuperado de <https://lincolnandrowe.com/2021/03/23/types-of-misrepresentation/>
- Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1996). *The Economic Structure of Corporate Law* (Primera Ed). Cambridge: Harvard University Press.
- Epstein, R. (1993). Holdouts, Externalities, and the Single Owner: One More Salute to Ronald Coase. *Journal of Law & Economics*, XXXVI, 553-586. Recuperado de <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/467289?journalCode=jle>
- Escobar, F. (2007). El error en los contratos (justificaciones impuras para la modificación de las reglas de anulación). *Ius et Veritas*, (35), 28-48. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12282>
- Escobar, F. (2014). Apuntes sobre la responsabilidad por ineficacia contractual: El caso del artículo 207 del Código Civil peruano. En *Estudios de Derecho Contractual* (Primera Ed, pp. 263-274). Lima: Ius et Veritas.
- Escobar, F. (2020). *Contratos. Fundamentos económicos, morales y legales* (Primera Ed). Lima: Palestra Editores.
- Escobar, F. (2002). El contrato y los efectos reales. Análisis del sistema de transferencia de propiedad adoptado por el Código Civil peruano. *Ius et Veritas*, (25), 46-60. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16197>

- Escobar, F. (2016). Contratación corporativa y evolución legal. *Themis*, (70), 67-93. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/19604>
- Escobar, F. (2003). Comentario al artículo 219 del Código Civil Peruano. En *Código Civil comentado por los 100 mejores especialistas. Tomo I*. (pp. 891-908). Lima: Gaceta Jurídica.
- Espinoza, J. (2019). Elementos constitutivos de la responsabilidad civil. En *Derecho de la Responsabilidad Civil - Tomo I* (Novena Ed, pp. 137-529). Lima: Instituto Pacífico.
- Espinoza, J. (2017). Los vicios de la voluntad. En *Acto Jurídico Negocial. Análisis doctrinario, legislativo y jurisprudencial* (Cuarta Ed, pp. 407-494). Lima: Instituto Pacífico.
- Facco, J. H. (2009). El principio de buena fe objetiva en el derecho contractual argentino. *Revista de Derecho Privado*, (16), 149-167. Recuperado de <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=417537596007>
- Farina, M. (2015). Integración del contrato «incompleto» en el ordenamiento italiano. *Revista de Derecho Privado*, (29), 113-139. <https://doi.org/10.18601/01234360.n29.06>
- Fernández Cruz, G. (2002). Introducción al estudio de la interpretación en el Código Civil Peruano. *Derecho & Sociedad*, (19), 146-164. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/17249>
- Forno, H. (2014). El contrato con efectos reales. En *Estudios de Derecho Contractual* (Primera Ed, pp. 287-301). Lima: Ius et Veritas.
- Forno, H. (2004). Precisiones conceptuales en torno a la promesa de hecho ajeno. En F. Escobar, L. León, R. Morales, & E. Palacios (Eds.), *Negocia jurídico y responsabilidad civil. Estudios en memoria del Profesor Lizardo Taboada Córdova* (pp. 511-548). Lima: Editora Jurídica Grijley.
- García, S. (2016). *Un big mac, por favor: La cláusula MAC en fusiones y adquisiciones* (Primera Ed; Pontificia Universidad Católica del Perú, Ed.). Lima: Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- García, S. (2018). ¿Casados, comprometidos o solo amigos? Pactando acuerdos no vinculantes. En C. Soto (Ed.), *Fusiones y Adquisiciones* (Primera Ed, pp. 193-258). Lima: Pacífico Editores.

- García, S. (2017a). La muerte de la buena fe: reflexiones en torno al rol de la buena fe en el Derecho Comparado. *Actualidad Civil*, 37, 113-134.
- García, S. (2017b). La muerte de la buena fe: reflexiones en torno al rol de la buena fe en el derecho comparado. *Actualidad Civil*, 38, 153-175.
- Garrigues. (2021). *Cláusulas de «sandbagging» y «antisandbagging» en operaciones de M&A: ¿cómo están reguladas en Latinoamérica?* Recuperado de https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/clausulas_de_sandbagging_y_antisandbagging_en_operaciones_de_ma_como_estan_reguladas_en_latinoamerica.pdf
- Granda, C., & Bosshard, N. (2018). Sandbagging, o en referencia a un aspecto de la distribución convencional del riesgo en M&A (o en transferencias de unidades económicas generadoras de flujos- o productivas-). En C. Soto (Ed.), *Fusiones & Adquisiciones* (Primera Ed, pp. 169-190). Lima: Instituto Pacífico.
- Granda, C., & Saavedra, R. (2015). Estrategias en Transacciones de M&A. *Revista Derecho Forseti*, 1-2.
- Hardin, G. (1968). The Tragedy of the Commons. *Science*, 162(3859), 1243-1248. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/1724745?origin=JSTOR-pdf>
- Heller, M. A. (1998). The Tragedy of the Anticommons: Property in the Transition from Marx to Markets. *Harvard Law Review*, 111(3), 621-688. Recuperado de <https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1608&context=articles>
- Houck, R., & Rosenbloom, A. (2004). Contract Schedules The Stepchildren of Transactional Drafting. *Mergers & Acquisitions*, 14(8), 1-8. Recuperado de <https://www.alston.com/-/media/files/insights/publications/2004/01/contract-schedules--the-stepchildren-of-transaction/files/houckcontractschedule/fileattachment/houckcontractschedule.pdf>
- Kelley, B. (2018). How Did «Sandbagger» Become a Golf Term? Recuperado de <https://www.liveabout.com/origin-of-the-term-sandbagger-1564484>
- Kelly, J., & Ervine, M. (2011). *To Sandbag Or Not To Sandbag* (pp. 1-5). pp. 1-5. Recuperado de <https://www.buyoutsinsider.com/to-sandbag-or-not-to-sandbag/>
- Knopf, T. (2019). *Switzerland couldn't stop drug users. So it started supporting them.* Recuperado de <https://www.northcarolinahealthnews.org/2019/01/21/switzerland-couldnt-stop-drug-users-so-it-started-supporting-them/>

- Kronman, A. T. (1978). Mistake, Disclosure, Information, and the Law of Contracts. *Journal of Legal Studies*, 1, 1-34. Recuperado de https://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles/7698/
- Major, I., King, R. F., & Marian, C. G. (2016). Anticommons, the Coase Theorem and the problem of bundling inefficiency. *International Journal of the Commons*, 10(1), 244-264. <https://doi.org/10.18352/ijc.614>
- McDonald, J., & Aaronson, M. (2016). Preserving Value in M&A Deals. The indemnification claim process. *Transactions & Business*, 40-49. Recuperado de https://www.troutman.com/images/content/4/3/v1/4305/Preserving_Value_in_M%26A_Transactions.pdf
- Miziolek, A., & Angelakos, D. (2013). Sandbagging: From Poker to the World of Mergers and Acquisitions. *Michigan Bar Journal*, 30, 30-34. Recuperado de <https://www.michbar.org/file/journal/pdf/pdf4article2216.pdf>
- Neme, M. (2009). Buena fe subjetiva y buena fe objetiva. Equívocos a los que conduce la falta de claridad en la distinción de tales conceptos. *Revista de Derecho Privado*, (17), 45-76. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=1538334>
- Nicklisch, F. (1988). Agreement to Arbitrate to Fill Contractual Gaps. *Journal of International Arbitration*, 5(3), 35-42. Recuperado de <https://www-kluwerarbitration-com.ezproxybib.pucp.edu.pe/document/ipn11213?q=nicklisch>
- Núñez del Prado, F. (2019). *La tragedia del consentimiento. Hacia una reforma del sistema de justicia en que el arbitraje sea la jurisdicción por defecto* (Primera Ed). Lima: Palestra Editores.
- Ossio, U., & Trelles, O. (2018). Algunas consideraciones sobre los ajustes de precio. En Carlos Soto (Ed.), *Fusiones y Adquisiciones* (Primera edición, pp. 137-167). Lima: Pacífico Editores.
- Osterling, F., & Castillo, M. (2008). *Compendio de Derecho de las Obligaciones* (Primera Ed). Lima: Palestra Editores.
- Palacios, E. (1992). La Recognoscibilidad del Error en el Código Civil Peruano. *Themis*, (24), 101-106. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/10985>

- Parisi, F. (2004). Positive, Normative and Functional Schools in Law and Economics. *European Journal of Law and Economics*, (18), 259-272. <https://doi.org/10.1023/b:ejle.0000049197.08740.e8>
- Payet, J. (2009). Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor. *Ius et Veritas*, (39), 66-100. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12169>
- Posner, E. A. (2000). Contract Remedies: Foreseeability, Precaution, Causation and Mitigation. En Boudewijn Bouckaert and Gerrit De Geest (Ed.), *The Encyclopedia of Law and Economics* (pp. 162-178). Recuperado de <https://reference.findlaw.com/lawandeconomics/4620-contract-remedies-foreseeability-precaution-causation-and-mitigation.pdf>
- Posner, R. A. (2007). *Economic Analysis of Law* (Séptima Ed; Wolters Kluwer, Ed.). Austin: Aspen Publishers.
- Posner, R. A. (2004). The Law and Economics of Contract Interpretation. *Texas Law Review*, 83(6), 1581-1614. <https://doi.org/10.1017/9781839700859.004>
- Quiroga, D. (2018). El due diligence. Una práctica decisiva para la fusión y adquisición de sociedades. En C. Soto (Ed.), *Fusiones y Adquisiciones* (Primera Ed, pp. 355-370). Lima: Instituto Pacífico.
- Rubio, M. (2020). Capítulo 7 La Doctrina como Fuente del Derecho. En *El sistema jurídico. Introducción al derecho* (Duodécima, pp. 201-209). Lima: Fondo Editorial PUCP.
- Schäfer, H.-B., & Aksoy, H. (2014). *Good Faith*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2495312
- Schwartz, A., & Scott, R. E. (2016). The common law of contract and the default rule project. *Virginia Law Review*, 102(6), 1523-1588. Recuperado de https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/335/
- Sepe, S. (2010). Good Faith and Contract Interpretation: A Law and Economics Perspective. En *Arizona Legal Studies*. Recuperado de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086323
- Sherrier, A. (2021). The Sandbagging Conundrum Explained. Recuperado de Goulston&Storrs website: <https://www.goulstonstorrs.com/whats-market-blog/the-sandbagging-conundrum-explained>

Stark, T. (2006). Nonbinding opinion Another view on reps and warranties. *Business Law Today. American Bar Association*, 15(3), 1-3.

Ugarte, D. (2018). La mitigación de daños en la responsabilidad por incumplimiento contractual: breve análisis comparado en el derecho civil de Argentina y Perú. *Revista de la Facultad de Derecho PUCP*, (80), 119-159. Recuperado de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechopucp/article/view/19954>

West, G. D., & Lewis, W. B. (2009). Contracting to Avoid Extra-Contractual Liability-Can Your Contractual Deal Ever Really Be the «Entire» deal? *Business Lawyer*, 64(4), 999-1038. Recuperado de [https://www.weil.com/~media/files/pdfs/Extra-Contractual Liability Article.pdf](https://www.weil.com/~media/files/pdfs/Extra-Contractual%20Liability%20Article.pdf)

West, G., & Shah, K. (2007). Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? *The M&A Lawyer*, 11(1), 1-9. Recuperado de <https://www.weil.com/~media/files/pdfs/sandbagging.pdf>

Whitehead, C. K. (2011). Sandbagging: Default rules and acquisition agreements. *Delaware Journal of Corporate Law*, 36, 1081-1115. <https://doi.org/10.3868/s050-004-015-0003-8>

Jurisprudencia:

CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co. 75 N.Y.2d 496 (N.Y. 1990), 554 N.Y.S.2d 449, 553 N.E.2d 997. <https://casetext.com/case/cbs-v-ziff-davis-publ-co>

Galli v. Metz. 973 F.2d 145 (2d Cir. 1992). <https://casetext.com/case/galli-v-metz>

Rogath v. Siebenmann. 129 F.3d 261 (2d Cir. 1997). <https://casetext.com/case/rogath-v-siebenmann-2>

Kelly v. McKesson HBOC, Inc. C.A. No. 99C-09-265 WCC (Del. Super. Ct. Jan. 17, 2002). <https://casetext.com/case/kelly-v-mckesson-hboc>

Gloucester Holding Corp. v. U.S. Tape. 832 A.2d 116 (Del. Ch. 2003) <https://casetext.com/case/gloucester-holding-corp-v-us-tape>

Interim Healthcare, Inc. v. Spherion Corp. 884 A.2d 513 (Del. Super. Ct. 2005). <https://casetext.com/case/interim-healthcare-inc-v-spherion-corp-2>

Cobalt Operating v. James Crystel Enterprises, C.A. No. 714-VCS (Del. Ch. Jul. 20, 2007)
<https://casetext.com/case/cobalt-operating-v-james-crystel-enterprises>

Gusmao v. GMT Group, Inc. 06 Civ. 5113 (GEL) (S.D.N.Y. Aug. 1, 2008).
<https://casetext.com/case/gusmao-v-gmt-group>

Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell, 187 A.3d 1209 (Del. 2018)
<https://casetext.com/case/eagle-force-holdings-llc-v-campbell-1>

