

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

FACULTAD DE DERECHO



PONTIFICIA
UNIVERSIDAD
CATÓLICA
DEL PERÚ

**Un Big MAC por favor:
La cláusula MAC en las operaciones de Fusiones y Adquisiciones**

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

Sergio Alonso García Long

Asesor:

Juan Luis Hernández Gazzo

Lima, diciembre de 2015



Un Big MAC por favor





**Un Big MAC por favor:
La cláusula MAC en las operaciones de Fusiones y Adquisiciones**

Sergio García Long
Pontificia Universidad Católica del Perú





A mis padres, Rosario y Víctor,
por haber renunciado a sus sueños
para que yo pueda hacer posible los míos

A mi hermano Gabriel: pase lo que pase,
has siempre lo que te gusta y sigue tus pasiones,
porque el día que no lo hagas, aunque tu corazón palpite
estarás sin vida





Contenido

PRIMERA PARTE

Parte General

Capítulo I Introducción

| | | |
|----|------------------------|----|
| 1. | Delimitación del tema | 25 |
| 2. | Justificación del tema | 31 |
| 3. | Estructura del trabajo | 33 |

Capítulo II

El corazón de las operaciones de M&A: La distribución eficiente de riesgos entre las partes

| | | |
|-------|---|----|
| 1. | La distribución del riesgo | 39 |
| 1.1 | ¿Para qué sirven realmente los contratos? | 39 |
| 1.2 | El mercado para la adquisición del control societario | 42 |
| 1.2.1 | La separación entre control y propiedad en el derecho corporativo | 43 |
| 1.2.2 | Adquisiciones públicas y privadas de empresas | 51 |
| 2. | Las operaciones de M&A | 53 |
| 2.1 | Modalidades de adquisiciones de empresas | 53 |
| 2.2 | La nueva ingeniería contractual | 58 |
| 2.2.1 | Due diligence | 61 |
| 2.2.2 | Representations & Warranties | 63 |
| 2.2.3 | Covenants | 65 |
| 2.2.4 | Conditions precedent | 66 |
| 2.2.5 | Remedies | 67 |
| 2.2.6 | MAC clause | 69 |
| 3. | Conclusiones | 70 |

SEGUNDA PARTE
La cláusula MAC en las operaciones de M&A

Capítulo III
La cláusula MAC como derecho de salida

| | | |
|-------|---|-----|
| 1. | Buscando una excusa | 75 |
| 2. | El problema de la asimetría de la información | 78 |
| 3. | La cláusula MAC como derecho de salida | 85 |
| 3.1 | Los <i>exit rights</i> en el Derecho Corporativo | 85 |
| 3.2 | La cláusula MAC como un derecho a terminar el contrato | 87 |
| 3.2.1 | La definición del MAC | 88 |
| | a) ¿Cambio material adverso en qué? | 99 |
| | b) ¿Cambio material adverso en quiénes? | 103 |
| | c) “Prospects” | 105 |
| | d) “Would reasonably be expected to” | 106 |
| | e) Excepciones | 109 |
| | f) Excepciones a las excepciones | 112 |
| | g) ¿Qué es en sí mismo un material adverse change? | 116 |
| | h) El MAC subjetivo | 117 |
| | i) Distribución de riesgos a través de un MAC | 119 |
| 3.2.2 | Las condiciones precedentes | 129 |
| 3.2.3 | La ausencia de un MAC como condición precedente | 146 |
| | a) IBP Inc. v. Tyson Foods (2001) | 150 |
| | b) Frontier Oil Corp. v. Holly Corp. (2005) | 154 |
| | c) Hexion Specialty Chemicals Inc. v. Huntsman Corp (2008) | 157 |
| | d) La experiencia inglesa | 162 |
| | e) ¿Cómo saber cuándo ha ocurrido un MAC? | 166 |
| 3.2.4 | The Black Swan, Unknown Unknowns y una teoría sobre la cláusula MAC | 173 |
| | a) Ambiguity aversion | 175 |
| | b) Capturando al cisne negro | 180 |
| | c) Rules versus Standards | 186 |
| | d) Sin costo alguno versus reverse termination fee | 193 |
| | e) Todo depende de la cobertura y el remedio | 196 |
| | f) Entonces, ¿qué es un MAC? | 198 |
| 3.2.5 | La posibilidad de terminar el contrato | 198 |
| | a) La condición y el plazo resolutorio | 201 |
| | b) El plazo de vigencia del contrato | 202 |

| | | |
|-------|--|-----|
| | c) Resolución por eventos ajenos a las partes | 202 |
| | d) Resolución por incumplimiento | 207 |
| | e) Receso del contrato | 210 |
| | f) El MAC como un derecho a desistirse del contrato | 220 |
| 3.2.6 | ¿Imposibilidad, excesiva onerosidad o frustración de la causa? | 221 |
| 4. | Conclusiones | 228 |

Capítulo IV

La cláusula MAC y los reps & warranties

| | | |
|-------|--|-----|
| 1. | La relación entre el MAC y los reps & warranties | 233 |
| 2. | ¿Qué son los reps & warranties? | 235 |
| 2.1 | Las declaraciones y garantías en operaciones de M&A | 235 |
| 2.2 | La naturaleza jurídica de las declaraciones y garantías | 242 |
| 2.3 | Representations and Warranties Insurance | 251 |
| 2.4 | Las cláusulas de indemnidades | 255 |
| 3. | Entre la firma y el cierre: el MAC como derecho de salida | 262 |
| 3.1 | El MAC representation | 263 |
| 3.2 | El MAC como calificador | 265 |
| 4. | Etapa post cierre: el MAC dentro del régimen de responsabilidad del vendedor | 271 |
| 4.1 | Redactando cláusulas de indemnidades en operaciones complejas | 271 |
| 4.1.1 | Desventajas de la cobertura de los remedios tradicionales | 272 |
| 4.1.2 | Limitaciones al monto de la indemnización y plazo de prescripción | 277 |
| 4.2 | El MAC como calificador | 280 |
| 4.3. | EL MAC representation | 282 |
| 5. | Conclusiones | 283 |

Capítulo IV

Reflexiones finales

| | | |
|--|---------------------|-----|
| | Reflexiones finales | 287 |
|--|---------------------|-----|



As we know,
There are known knowns.
There are things we know we know.
We also know
There are known unknowns.
That is to say
We know there are some things
We do not know.
But there are also unknown unknowns,
The ones we don't know
We don't know

DONALD RUMSFELD

Black Swan logic makes
what you don't know far more relevant than what you do know...
What you know cannot really hurt you

NASSIM NICHOLAS TALEB

The general population doesn't know what's happening,
and it doesn't even know that it doesn't know

NOAM CHOMSKY



I don't think I would want to see a child of mine go into the M&A business.

It's cruel

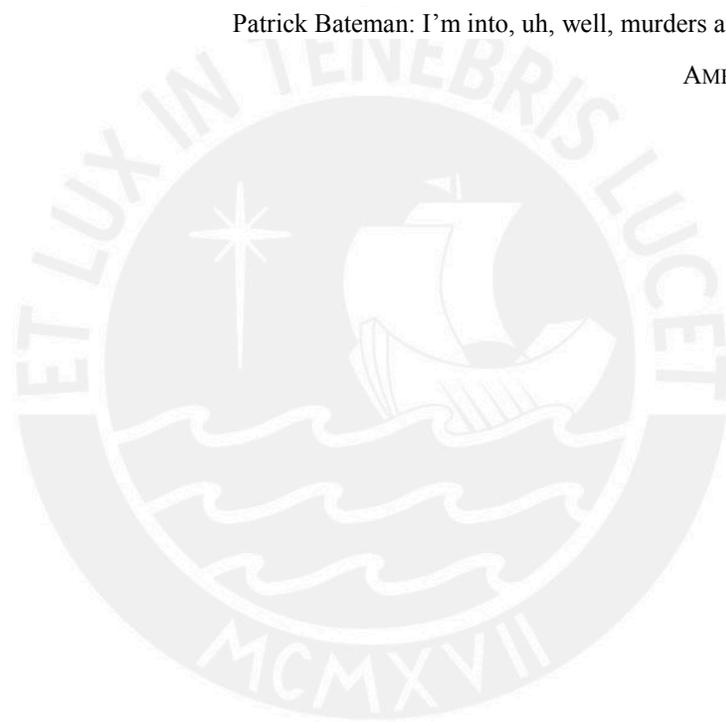
JOHN WHITEHEAD, ex-Goldman Sachs co-chairman

Patrick Bateman: Ask me a question

Girl at club: So, what do you do?

Patrick Bateman: I'm into, uh, well, murders and executions, mostly

AMERICAN PYSCHO, 2000





Let me issue and control a nation's money and I care not who writes the laws

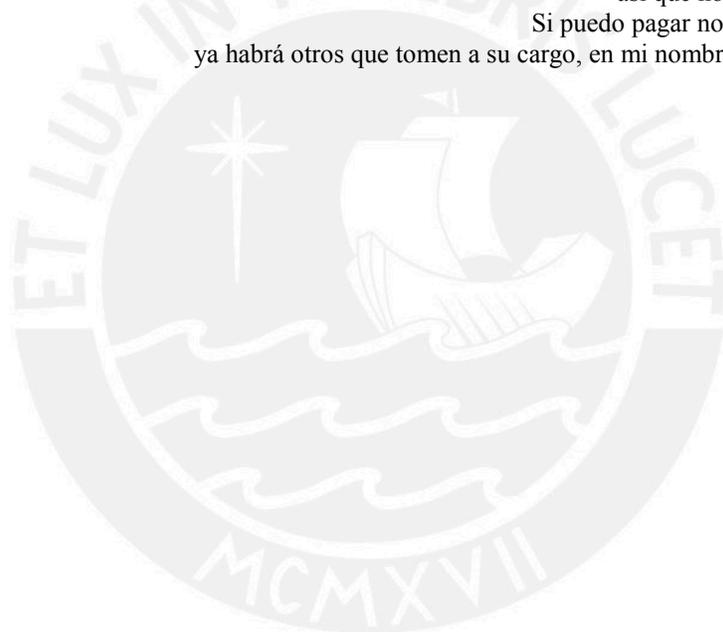
MAYER AMSCHEL ROTHSCHILD

The secret to success is to own nothing, but control everything

NELSON ROCKEFELLER

Es tan cómodo no estar emancipado!
Tengo a mi disposición un libro que me presta su inteligencia,
un cura de almas que me ofrece su conciencia,
un médico que me prescribe las dietas, etc., etc.,
así que no necesito molestarte.
Si puedo pagar no me hace falta pensar:
ya habrá otros que tomen a su cargo, en mi nombre, tan fastidiosa tarea.

EMMANUEL KANT





Agradecimientos

Una investigación nunca se hace sola, y ésta no fue la excepción. En primer lugar, quisiera agradecer al profesor Juan Luis Hernández Gazzo, por haberme guiado en la elaboración de esta tesis y por ser la persona de quien he aprendido Derecho Corporativo.

De la misma manera, mi mayor gratitud y respeto al profesor Gastón Fernández Cruz por sus enseñanzas en Derecho Civil, por facilitarse el acceso a su biblioteca, y sobre todo, por brindarme su amistad.

Finalmente, agradezco a los profesores y abogados que de manera desinteresada compartieron su tiempo conmigo para poder conversar sobre temas relacionados a las Fusiones y Adquisiciones. Muchas gracias a Fernando de Trazegnies, Mario Ferrari, Hugo Forno, Fernando Molina, Diego Peschiera, Alfredo Bullard, Freddy Escobar, Guillermo Cabieses, Giovanna García, Carlos Grada, Vladimir Contreras, Renzo Saavedra y Narghis Torres. Esta tesis habría sido un desastre de no haber podido contar con su apoyo.



PRIMER PARTE

Parte General





Capítulo I Introducción





Introducción

1. Delimitación del tema

El presente trabajo pertenece al área de Fusiones y Adquisiciones o M&A (*Mergers & Acquisitions*), un área estrictamente transaccional en donde se asesoran todo tipo de operaciones (*deals*) que tengan por objeto la adquisición de una empresa. Dichas adquisiciones podrían ejecutarse a través de la compra directa de los activos de la compañía (*assets deal*), de la adquisición de un paquete grande de acciones que otorgue control corporativo o de uno pequeño pero que otorgue determinadas prerrogativas en el directorio (*share deal*), o a través de reorganizaciones societarias (fusiones, escisiones o reorganizaciones simples), e incluso a través de *buyouts* (LBO, MBO). En última instancia, lo que se busca adquirir es al target, para lo cual, existen diversas modalidades que se acomodarán a los intereses de las partes.

Un aspecto fundamental en estos *deals* es la distribución de riesgos. Si la empresa será adquirida a través de un *assets deal*, el comprador tendrá cierta seguridad de lo que adquiere. Podrá visitar la fábrica, conocer el mobiliario y todos aquellos activos que desee comprar. Después de haber realizado un adecuado inventario, el comprador sabrá con seguridad qué activos está adquiriendo y cuántas unidades de los mismos. Sin perjuicio de las contingencias laborales y tributarias que aún puedan afectar la adquisición, el comprador cuenta con herramientas que le permitirán identificar lo que está adquiriendo.

La situación es diferente cuando estamos ante un *share deal*, en donde el objeto inmediato de la compra son las acciones mientras que el objeto mediato de la adquisición es el control societario. El control societario se adquiere indirectamente a través de la adquisición directa de las acciones de la compañía objetivo. No existen problemas para identificar a las acciones que se comprarán, dado que las mismas podrán representarse en certificados de acciones o en anotaciones en cuenta. Al tratarse de bienes muebles y tangibles, el comprador no tendrá problemas para individualizarlos.

Lo mismo no ocurre con el objeto mediato del contrato de adquisición. La empresa como un todo es un bien intangible que está constituida por muchos *inputs* que determinan el valor de la misma, los mismos que no pueden ser identificados con facilidad. Ante tal situación, el

comprador y el vendedor tienen que reconstruir la imagen de la empresa para que la misma pueda ser valorada y pueda negociarse un precio al respecto. El principal reto de los abogados de M&A es determinar cuál es el valor de la compañía, a qué precio podrá ser vendida la misma y cuáles serán las responsabilidades que asumirán las partes. Estos son los principales objetivos de los *deals* de M&A.

Desde la perspectiva del comprador, la compra de una empresa es un proceso destinado a determinar el valor de la compañía, ofrecer el menor precio posible por la adquisición de la misma y pactar remedios que lo mantengan indemne frente a eventuales contingencias, mientras que desde la perspectiva del vendedor, dicho proceso está destinado a obtener el mayor precio posible por la venta y asumir el menor número de responsabilidades.

Las operaciones corporativas consisten en contratos muy complejos, no solo por la gran incertidumbre que tienen que afrontar los abogados transaccionales sino por el gran monto involucrado. “Ambiguity is the contract lawyer’s enemy”. Dicha complejidad ha requerido la creación de una nueva ingeniería contractual que permita distribuir los riesgos de manera eficiente entre las partes y que permita la redacción precisa de contratos complejos.

A pesar del alto nivel de detalle y precisión que requieren tales transacciones, existe una cláusula que es redactada de manera general, ambigua y circular, que abarca muchos supuestos pero que no especifica nada en concreto, y cuya eficiencia o ineficiencia está siempre en discusión. Esta es la cláusula MAC (*Material Adverse Change*) -también conocida como MAE (*Material Adverse Effect*)- la cual tiene como función capturar aquellos eventos que no puedan preverse y que tiene un gran impacto en el fundamento económico subyacente a la operación. Dependiendo del tipo de operación y de lo pactado en el contrato, el MAC podrá pactarse como un derecho de salida o como parte del régimen de responsabilidad del vendedor.

El MAC puede consistir en: (i) una condición precedente al cierre que otorgue el derecho a una de las partes a salir de la operación sin costo alguno (*exit right*) ante la ocurrencia de un cambio material adverso, (ii) como un MAC *representation* cuando: (a) el MAC sea objeto de una declaración y garantía (*reps & warranties*) que a la misma vez sea objeto de una condición precedente, cuyo incumplimiento otorgará un derecho de salida (entre la firma y el cierre), o cuando (b) el MAC se incorpore como una excepción a los límites pactados en

la responsabilidad del vendedor que habilite al comprador a reclamar mayores daños (post cierre), y (iii) como calificador de las declaraciones y garantías: (a) para determinar cuándo una declaración se ha incumplido (etapa post firma – pre cierre), o (b) para determinar ante qué supuestos precederá el pago de daños por incumplimiento de los *reps* (etapa post cierre). Nos explicamos.

En primer lugar, el MAC por sí solo puede consistir en una condición precedente al cierre. Las condiciones precedentes son aquellos requerimientos que deberán ser cumplidos para que las partes se encuentren obligadas a cerrar la operación –la transferencia de la empresa y el pago del precio en las operaciones de M&A- o para seguir ejecutando las obligaciones pendientes –realizar los posteriores desembolsos de dinero a cargo del banco en operaciones de financiamiento-. En operaciones de M&A, el MAC consistirá –en general- en un deterioro importante en el valor del target. Si la afectación es materialmente adversa, el comprador podrá terminar el contrato y salir de la operación. En las operaciones de financiamiento, el MAC afectará al prestatario. El banco podrá negarse a seguir desembolsando dinero en favor del prestatario si éste ha sido afectado gravemente en su condición financiera.

En segundo lugar, el vendedor podría declarar que desde tal fecha no ha ocurrido un MAC (MAC *representation*), lo cual será una condición precedente al cierre. Si el comprador descubriese la ocurrencia de un MAC podrá alegar el incumplimiento de tal declaración –lo cual también implica el incumplimiento de la condición- y terminar el contrato. Las diferencias entre un MAC por sí solo como condición precedente y un MAC *representation* dependerán de la redacción de la cláusula pero principalmente de la cobertura que otorguen. Un MAC como condición precedente cubre principalmente acontecimientos que ocurran entre la firma y el cierre, mientras que un MAC *representation* podría cubrir acontecimientos anteriores a la firma (“desde el 31 de diciembre del 1990 no ha ocurrido un efecto material adverso”).

Tanto compradores como bancos han visto en la cláusula MAC una excusa a la ejecución de sus obligaciones ante la ocurrencia de acontecimientos imprevisibles y de alto impacto, como lo fueron la crisis financiera, el 11 de septiembre, entre otros. A pesar de que el MAC pueda otorgar un derecho de salida, tal derecho ha sido usado en la práctica como un efectivo medio de coerción para obligar a la contraparte a renegociar los términos del contrato, en especial, la reducción del precio bajo apercibimiento de terminar el mismo. De esta manera se evitaba

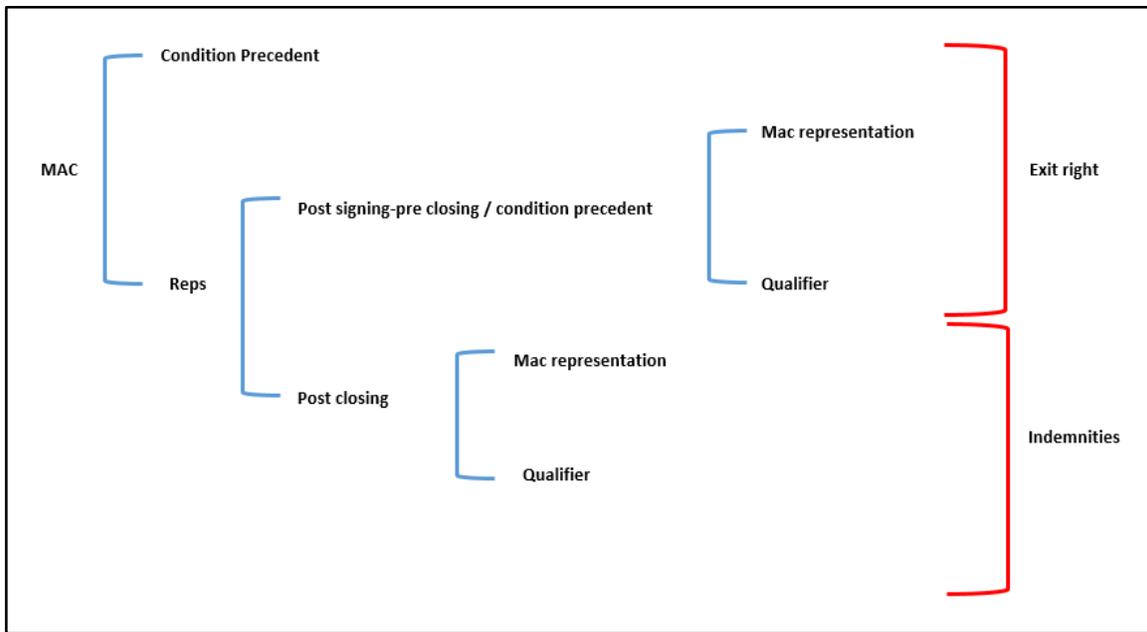
la terminación de la operación. En otros supuestos, se terminaba el contrato pero se acordaba la realización de otra operación, como la realización de una inversión en deuda (y ya no en *equity*). De esta manera, la renegociación consistía o en la reducción del precio o en la reconversión del *deal*.

Por otro lado, el MAC *representation* podría ser utilizado en una etapa post cierre para determinar el alcance de la responsabilidad del vendedor. Aunque no es común su uso en la práctica, teóricamente un MAC *representation* podría sobrevivir al cierre por determinado plazo. En caso un MAC ocurriese en la etapa post cierre, el comprador no podría salir de la operación (porque ya hubo cierre) pero podría pedir daños sin límite (*uncapped*) si la empresa ya adquirida se ve deteriorada por eventos desconocidos y de gran impacto. En el presente trabajo desarrollaremos la propuesta de un MAC *representation* después del cierre como excepción al régimen contractual de indemnidades que puedan pactar las partes.

En tercer lugar, el MAC puede servir como un calificador de los *reps*. Entre la firma y el cierre el vendedor podría declarar que “la Compañía no tiene litigios pendientes salvo los que razonablemente no generarían un efecto material adverso”. El resultado es que se excluyen los litigios de poca importancia. Por otro lado, en una etapa post cierre el MAC podrá ser utilizado dentro de la regulación contractual del régimen de responsabilidad del vendedor. Dicha regulación suele ser muy detallada y consiste principalmente en los requisitos que deberán presentarse para que exista un daño resarcible según el contrato y en el procedimiento que deberá seguir el comprador para cobrar tales daños.

Una regulación alternativa, general y ambigua (y claramente más favorable para el vendedor), sería pactar que el comprador solo podrá cobrar daños cuando el incumplimiento de las declaraciones constituya un MAC. De esta manera, el comprador solo podrá reclamar daños muy importantes.

Todas las manifestaciones del MAC pueden observarse en el siguiente gráfico, el cual representa el gran ámbito de aplicación que puede tener un MAC dentro de un *deal*:



Uno de los atractivos que podemos encontrar en la cláusula MAC es que puede servir para ambas partes en una adquisición. Es la dualidad de funciones de la cláusula MAC la que lo hace un dispositivo contractual muy importante e interesante: por un lado, puede favorecer al comprador al otorgarle un derecho de salida en caso la empresa objetivo se deteriore antes de la fecha de cierre, y por otro lado, puede favorecer al vendedor al otorgarle un dispositivo que le permita limitar el pago de daños en favor del comprador o limitar las posibilidades que tenga el comprador de negarse a cerrar el contrato ante la violación de una declaración.

En tal contexto, la definición de lo que constituirá un MAC es determinante. A pesar de ello, es común encontrar definiciones simples de cláusula MAC en operaciones sometidas a ley peruana. Tales definiciones se limitan a definir que un MAC es un evento material adverso en la compañía, en donde tal ausencia es una condición al cierre.

La experiencia americana nos demuestra que la cláusula MAC consiste en una definición de lo que significa un *material adverse change* (cambio materialmente [o sustancialmente] adverso) o un *material adverse effect* (efecto materialmente [o sustancialmente] adverso)]. La diferencia entre MAC y MAE no es relevante si la misma es definida adecuadamente de manera que una incluya a la otra. Una definición típica y estándar del MAC incluye: (i) el ámbito de aplicación (*field of change*) que determina en qué deberá suceder un cambio o

efecto material adverso, (ii) las excepciones o *carve outs*, que son aquellos supuestos detallados que podrían generar un MAC pero que se encuentran expresamente excluidos por el contrato, y (iii) las excepciones a las excepciones, o calificador de excepciones, por el cual se detallan los supuestos en donde no operarán las excepciones.

A manera de ejemplo, la cláusula MAC redactada en el contrato celebrado entre Genesco y Finish Line presentaba una definición que incluía todos los elementos mencionados:

“Company Material Adverse Effect shall mean any event, circumstance, change or effect that, individually or in the aggregate, is materially adverse to the business, condition (financial or otherwise), assets, liabilities, or results of operations of the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that none of the following shall constitute, or shall be considered in determining whether there has occurred, and no event, circumstance, change or effect resulting from or arising out of any of the following shall constitute, a Company Material Adverse Effect: (A) the announcement of the execution of this Agreement or the pendency of consummation of the merger (including the threatened or actual impact on relationships on the Company and The Company Subsidiaries with customers, vendors, suppliers, distributors, landlords or employees (including the threatened or actual termination, suspension, modification or reduction of such relationships)); (B) changes in the national or world economy or financial markets as a whole or changes in general economic conditions that effect the industries in which the Company and the Company Subsidiaries conduct their business, so long as such changes or conditions do not adversely affect the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate; (C) any change in applicable Law, rule or regulation or GAAP or interpretation thereof after the date hereof, so long as such changes do not adversely affect the Company and the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate; (D) the failure, in and of itself of the Company to meet any published or internally prepared estimates of revenues, earnings or other financial projections, performance measures or operation statistics; provided, however that the facts and circumstances underlying any such failure may, except as may be provided in subsections (A), (B), (C), (E), (F) and (G) of this definition, be considered in determining whether a Company Material Adverse Effect has occurred; (E) a decline in the price, or a change in the trading volume, of the Company Common Stock on the New York Stock Exchange (“NYSE”) or the Chicago Stock Exchange (“CHX”); (F) compliance with the terms of, and taking any actions required by, this Agreement, or Merger Sub after the date of this Agreement (other than actions or omissions specifically contemplated by this Agreement).”

Si podemos destacar otro aspecto fundamental de la cláusula MAC es que demuestra con claridad la importancia que tiene la asignación de riesgos en este tipo de transacciones. A

través de los contratos las partes deciden qué riesgos soportarán y a qué costo. Esto resulta particularmente relevante en el área de M&A debido a la naturaleza compleja e intangible de la empresa como objeto de transacciones, y de las diversas modalidades que puedan optarse para adquirir a una empresa desde un punto de vista corporativo. La valoración de la empresa no es la misma al momento de la fecha de firma, al momento de la fecha de cierre, al vencimiento del plazo de vigencia de las declaraciones y garantías o en cualquier otra etapa de la transacción.

Teniendo en cuenta la naturaleza volátil de la empresa, el derecho transaccional moderno ha creado mecanismos contractuales destinados a distribuir eficientemente los riesgos entre las partes. Una de ellas es la cláusula MAC. No existen dudas de la utilidad de este tipo de cláusulas en el Common Law. La pregunta es si las mismas, en específico, las manifestaciones de la cláusula MAC, pueden pactarse eficazmente en ordenamientos civiles como el peruano. Existen varios obstáculos legales del derecho peruano que identificaremos a lo largo del presente trabajo, y frente a ello, propondremos soluciones para que la cláusula MAC pueda ser eficaz en todas y cada una de sus manifestaciones.

2. Justificación del tema

El presente trabajo puede justificarse en dos razones: (i) en el cuidado que deben tener los asesores de M&A al momento de importar y redactar una cláusula que pertenece a un sistema jurídico diferente al sistema jurídico receptor, y (ii) en la importancia de la jurisprudencia y la doctrina del sistema jurídico del cual proviene dicha cláusula.

En primer lugar, debemos tener en cuenta que en un mundo plano producto de la globalización, se puede entender por qué actualmente existen dispositivos estándar en los *deals* de M&A que se pactan virtualmente en cualquier jurisdicción del mundo. Ello se debe principalmente a la experiencia profesional y académica en Estados Unidos de los principales abogados dedicados a las Fusiones y Adquisiciones. En el Perú, los socios de las áreas de M&A de los grandes estudios de abogados han realizado estudios en Harvard, Yale, Columbia, Chicago, New York, Virginia, entre otros. De esta manera, los abogados peruanos están acostumbrados a las cláusulas contractuales típicas del sistema anglosajón.

El desafío de los asesores legales consiste en adecuar dichas cláusulas a las legislaciones pertenecientes al Civil Law, como es el caso del ordenamiento jurídico peruano. Si las partes no redactan con cuidado las cláusulas de origen anglosajón, podría suceder que un tribunal arbitral peruano termine laudando en contra de los intereses de las partes al considerar la aplicación de una regla supletoria indeseada o de una norma imperativa que haga inválido el pacto.

Por ello, es necesario realizar un análisis cuidadoso para determinar si la cláusula MAC surtirá los efectos para los cuales fue pactado en el contrato respectivo. Lo peor que le podría suceder a las partes es que las cláusulas pactadas no puedan ser ejecutadas y tengan que asumir costos de litigio que no producirán ningún beneficio. En el presente trabajo identificaremos cuáles son los obstáculos legales que impone el ordenamiento peruano para la validez y eficacia de la cláusula MAC, sea pactada como un derecho de salida o como determinante en el pago de daños.

A partir del análisis de dichos obstáculos podremos concluir si es necesario modificar la normativa peruana o si basta con realizar una interpretación favorable que permita la validez y eficacia de la cláusula MAC. Esto nos permitirá proponer lineamientos que ayuden, en primer lugar, a las partes a interpretar dicha cláusula y a utilizarla correctamente en las operaciones de M&A, y segundo lugar, a los tribunales arbitrales a resolver controversias relacionadas a MAC *claims*.

La segunda razón que justifica el presente trabajo es la necesidad de tener en cuenta algunas particularidades del sistema anglosajón. A diferencia del Civil Law, en el Common Law la jurisprudencia es la fuente principal del derecho. Las partes en el sistema americano, al momento de pactar una cláusula contractual, deben tener en cuenta cómo los tribunales han estado interpretando dicha cláusula al momento de resolver controversias relacionadas a la misma. Ello es importante dado que la redacción de las cláusulas MAC sometidas a leyes americanas suele ser general y ambigua, y llenadas de contenido en base a los lineamientos jurisprudenciales. De la misma manera, el desarrollo doctrinario puede servir como fuente de inspiración tanto para las partes como para los tribunales arbitrales. En este sentido, la importación de la cláusula MAC a un ordenamiento civilista como el peruano implica también la importación del entendimiento que los tribunales anglosajones y la doctrina han tenido respecto a dicha cláusula.

Con ocasión de la incorporación de un instituto italiano al ordenamiento civil peruano, FORNO señalaba que “No es la primera vez que ocurre que una norma de otro ordenamiento, y en particular del italiano, es adoptada por nosotros sin mirar primero qué aconseja la doctrina y la jurisprudencia del país de origen de la norma que ya se han ocupado de ella, y después cómo encaja en nuestro ordenamiento”¹. Efectivamente, al momento de incorporar un producto jurídico de un ordenamiento extranjero, debemos tener en cuenta qué se ha dicho respecto a tal producto jurídico en el país de origen. Ello permitirá que el país receptor no incurra en los viejos errores del país de origen.

Respecto a la cláusula MAC, la jurisprudencia americana ha tenido un gran protagonismo al predicar una interpretación restrictiva (*seller's friendly approach*) de dicha cláusula, entre ellas, la *Delaware Court of Chancery*, considerada como el tribunal más especializado en temas corporativos. Hasta el momento, la posición jurisprudencial mayoritaria es el rechazo de los MAC *claims*. Es importante conocer cuáles son los motivos de tal posición jurisprudencial y si la misma es acertada o no.

Nosotros consideramos que la posición tomada por la jurisprudencia americana se debe a las siguientes razones: (i) son pocos los MAC *claims* que efectivamente han sido objeto de pronunciamiento por un tribunal, (ii) los casos normalmente se transan en sede extrajudicial o judicial, y principalmente, (iii) la alegación de un MAC suele ser utilizado como un mecanismo para forzar a la contraparte a la renegociación del *deal* (sea a través de la reducción del precio o la reconversión de la operación). Veremos cómo el uso de una cláusula general, ambigua y circular como el MAC es eficiente, aunque parezca contrario al sentido común.

Teniendo en cuenta el estado actual de la cláusula MAC, su investigación queda plenamente justificada. Es necesario realizar el contraste necesario entre dicha cláusula anglosajona y el ordenamiento civilista receptor. Argumentaremos en favor de mantener la autonomía y utilidad de la cláusula MAC para que la redacción de la misma en los contratos de M&A que se sometan a la ley peruana tenga sentido. Solo de esta manera los tribunales arbitrales podrán

¹ FORNO, Hugo. “El plazo esencial y la tutela resolutoria”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, 2003, pp. 932.

resolver los MAC *claims* que se sometan a su competencia sin atentar contra la voluntad de las partes.

Hasta la fecha, en sede peruana solo existe un artículo dedicado a la cláusula MAC publicado en el 2013 por el profesor Fernando MOLINA REY DE CASTRO bajo el título “Las cláusulas MAC en financiamiento y adquisiciones”. Después de realizar un interesante análisis sobre la utilidad de la cláusula MAC, el mismo autor reconoce que aún falta mucho por desarrollar en relación a la misma, lo cual sería objeto de posteriores estudios:

“Este trabajo no pretende ser exhaustivo de todos los temas involucrados en la interpretación de las cláusulas MAC. Mayor desarrollo sobre temas en los que no profundizaremos aquí (naturaleza jurídica, jurisprudencia de países de derecho civil) será necesario en el futuro para un estudio más complejo de las cláusulas MAC”².

El presente trabajo intentará llenar ese gran vacío que experimenta la literatura peruana sobre el Derecho de las Fusiones y Adquisiciones.

Esperamos que después de este trabajo, sean más los abogados de M&A que ordenen un Big MAC para sus operaciones.

3. Estructura del trabajo

El presente trabajo consistirá de dos grandes partes. La Primera, denominada “Parte General”, tendrá dos capítulos. En el Capítulo I se realizará una introducción con el fin de delimitar el tema objeto de estudio y justificar su investigación. Por su parte, el Capítulo II tendrá como objeto explicar el mercado del control societario con el fin de demostrar por qué lo más importante en las operaciones de M&A es la distribución eficiente de riesgos entre las partes. Dicho contexto ha permitido el nacimiento de una nueva ingeniería contractual estandarizada en las operaciones de adquisiciones de empresas, dentro del cual se encuentra la cláusula MAC.

La Segunda Parte, denominada “La cláusula MAC en las operaciones de M&A”, está enfocada en el estudio de las manifestaciones del MAC y consistirá en tres capítulos. Por fines didácticos, en un capítulo se estudiará la naturaleza del MAC con ocasión de la pregunta

² MOLINA REY DE CASTRO, Fernando. “Las cláusulas MAC en financiamientos y adquisiciones”. En ESCOBAR, Freddy y Cecilia O’NEILL. *Derecho Contractual Financiero*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico, pp. 126.

“¿Qué es un MAC cuando es pactada como una condición precedente al cierre?”. Mientras que en el siguiente capítulo se desarrollarán las demás manifestaciones que impliquen una relación entre la cláusula MAC y las declaraciones y garantías.

Por ello, el Capítulo III titulado “La cláusula MAC como derecho de salida” explicará en qué consiste la definición del MAC, qué son las condiciones precedentes y cuál es su naturaleza jurídica, cuál ha sido la posición de la jurisprudencia de la Corte de Delaware ante el intento de salida de los compradores que alegaron la ocurrencia de un MAC, en qué consiste la terminación del contrato, la posible equiparación de un MAC con algún instituto civilista existente y los obstáculos legales del derecho peruano para la validez de ciertos pactos estándares en el Common Law. Adicionalmente, propondremos una teoría sobre qué son la cláusula MAC.

En el Capítulo IV titulado “La cláusula MAC y los reps & warranties” explicaremos las demás manifestaciones del MAC relacionadas a las declaraciones y garantías. El desarrollo del capítulo anterior será determinante para entender con facilidad el presente capítulo, en donde se explicará qué son las declaraciones y garantías y cuál es su naturaleza jurídica, el rol de las cláusulas de indemnidades y los obstáculos legales del derecho peruano para la validez de ciertos pactos estándares en el Common Law.

Como cierre a la presente investigación, en el Capítulo V presentaremos nuestras reflexiones finales.



Capítulo II

El corazón de las operaciones de M&A: La distribución eficiente de riesgos entre las partes





El corazón de las operaciones de M&A:

La distribución eficiente de riesgos entre las partes

1. La distribución del riesgo

1.1 ¿Para qué sirven realmente los contratos?

Lo único constante en las empresas es el cambio. Las empresas pueden tener la necesidad de recibir capital a través de los aportes de nuevos socios para que el negocio pueda crecer, o de aportar en otras empresas para adquirir una nueva línea de negocio, pueden integrarse con otras empresas para generar sinergias, pueden adquirir el control corporativo de una empresa o pueden ser adquiridas a través de una operación hostil. Estos cambios son conocidos como *corporate control transactions*³.

Dichos cambios se concretizan en un contrato, el cual es entendido como un acto de autonomía privada⁴ por el cual los particulares hacen uso de un poder atribuido por el ordenamiento jurídico para la creación de un programa contractual que regulará sus propios intereses⁵. Podríamos preguntarnos, ¿Por qué las partes contratan? ¿Cuál es el beneficio económico de estas operaciones?

Los contratos son juegos de sumas positivas⁶. Cuando un vendedor decide recibir un precio a cambio de un bien que enajena es porque valora en más aquél que éste. Lo mismo sucede con el comprador pero a la inversa. De esta manera, ambas partes se encuentran en mejor posición después de celebrado el contrato. Cuando los bienes son destinados a sus usos

³ EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, pp. 109: “The preceding chapters implicitly take “the firm” as a constant. Yet the only constant feature of corporate organization is change. Firms are in motion. They build new plants and enter or retreat from markets. They also change their own structure –setting up new divisions, entering or leaving markets, buying or selling plants, acquiring or being acquired, increasing and decreasing leverage, going public or private, selling stock or buying it back (generally or from particular investors). We call these changes «corporate control transaction»”.

⁴ BIANCA, Massimo. *Derecho Civil 3. El Contrato*. Colombia: Universidad Externado de Colombia, 2007, pp. 30.

⁵ FERRI, Luigi. *La Autonomía Privada*. Granada: Comares, 2001, pp. 36.

⁶ EPSTEIN, Richard. *Reglas simples para un mundo complejo*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 2005, pp. 97.

alternativos más valiosos se incrementa tanto el bienestar individual como el bienestar general.

Después de la contratación, cada parte se encuentra en una mejor posición en comparación a la que se encontraban antes de celebrar el contrato. Dado que ambos ganan y nadie pierde, estamos ante una situación eficiente según Pareto⁷. En base a tal criterio de eficiencia, una mejora en términos paretianos implica que al menos una de las partes mejora su posición sin necesidad de que la otra parte se vea perjudicada. Dichas mejoras podrán realizarse hasta alcanzar el óptimo de Pareto, esto es, hasta llegar al punto en donde no sea posible que una parte se beneficie sin que otra se perjudique⁸. En otras palabras: si alguien mejora y el otro también, la situación es eficiente; si alguien mejora pero el otro está igual, la situación es eficiente; pero si alguien mejora y el otro empeora, allí estaremos ante una situación ineficiente.

Cuando las partes contratan estamos ante una mejora en términos paretianos. El comprador está mejor porque adquiere un bien que valora más que el precio que paga, mientras que el vendedor también está mejor porque adquiere un precio que valora más que el bien que enajena. Los contratos son eficientes porque permiten que ambas partes se vean beneficiadas, y con ello, la sociedad en conjunto⁹.

⁷ KRUGMAN, Paul y Robin WELLS. *Microeconomía*. Tercera Edición Original. Barcelona: Editorial Reverté, 2013, pp. 15.

⁸ Cabe señalar que el criterio de Pareto no es el único existente para medir la eficiencia de una situación determinada. También existe el criterio de eficiencia de Kaldor & Hicks, por el cual, estamos ante una situación eficiente incluso cuando una parte se beneficia y otra se perjudica, siempre y cuando los beneficios sean mayores a los costos, de manera que se pueda compensar al perjudicado. Véase: HICKS, J. R. "The Foundations of Welfare Economics". En *The Economics Journal*, Vol. 49, No. 196, 1939, pp. 696 y ss.; KALDOR, Nicholas. "Welfare Propositions of Economics and Interpersonal Comparisons of Utility". En *The Economics Journal*, Vol. 49, No. 195, 1939, pp. 549-552; DE SCITOVSKY, T. "A Note on Welfare Propositions in Economics". En *The Review of Economic Studies*, Vol. 9, Issue, 1, 1941, pp. 77 y ss.

⁹ Es necesario señalar que dicha perspectiva pertenece a los postulados neoclásicos de la economía. Dado que se asume una racionalidad ilimitada por parte de los contratantes, se presume que ellas son soberanas de sus intereses y que podrán satisfacer los mismos en base a su libertad después de analizar los costos y beneficios de la transacción. Sin embargo, ello será así siempre y cuando las preferencias de las partes se mantengan estables en el tiempo. Precisamente, los postulados del *behavioral economics* sostienen que las preferencias de las partes no suelen mantenerse constantes en el tiempo: lo que hacen las partes suele ser contradictorio con sus propias intenciones. Véase: ARIELY, Daniel y Klaus WERTENBROCH. "Procrastination, Deadlines, and Performance: Self-Control by Precommitment". En *Psychological Science*, Vol. 13, No.3, 2002, pp. 21. Más aún, se ha llegado a afirmar que en sí las preferencias no existirían dado que las mismas pueden ser manipuladas y

Sin embargo, debemos tener en cuenta que los contratos no solo sirven para intercambiar bienes. En ciertos contratos, como los derivados de M&A o financiamientos, lo más importante no es la adquisición de un bien determinado sino la asignación de los riesgos que las partes distribuyen entre ellas con ocasión de dicho intercambio. Es necesario determinar con precisión qué parte soportará qué riesgo y a qué costo. Por ello, la precisión en el *drafting* al momento de negociar un contrato es fundamental para saber qué parte asumió qué riesgo¹⁰.

Los contratos de M&A son probablemente uno de los ejemplos paradigmáticos. El éxito de las adquisiciones dependerá de qué tan bien hayan sido asignados los riesgos a través de las cláusulas contractuales. Una mala asignación de riesgos puede significar un gran impacto económico para las partes, sea porque al final el comprador tendrá que pagar un precio muy alto por una compañía sin proyecciones o porque el vendedor tendrá que transferir la empresa objetivo a un precio tan bajo que en general la transacción no le reportará ningún beneficio.

Por ello, afirmamos que la asignación eficiente de la empresa objetivo a su uso más valioso dependerá principal y directamente de la negociación de los riesgos que serán asumidos por las partes a través de las cláusulas contractuales. Entre dichas cláusulas se encuentra la cláusula MAC.

dependen, entre otras cosas, de los *default rules*, *starting points* o *framing effects*. Véase: SUNSTEIN, Cass R. y Richard THALER. “Libertarian Paternalism is not an Oxymoron”. En *The University of Chicago Law School*, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 193, 2003, pp. 3. Dicha inconsistencia en la toma de decisiones por las partes a través del tiempo, en especial la de los consumidores, genera situaciones de desperdicio e ineficiencia, por el cual, sería complicado aceptar como una verdad general que el mercado permite, a través de la contratación, que los bienes sean asignados a sus usos más valiosos. Una persona puede comprar algo que pensaba que iba a necesitar pero cuando llega a casa lo guarda y nunca lo usa. Véase: SCHULDT, Jürgen. *Civilización del desperdicio. Psicoeconomía del consumidor*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico, 2013, pp. 22; WANSINK, Brian, BRASEL, S. Adam y Steven AMJAD. “The Mystery of the Cabinet Castaway: Why We Buy Products We Never Use”. En *Journal of Family and Consumer Sciences*, Vol. 92, No. 1, 2000, pp. 104. Sin perjuicio de reconocer los límites que se presentan en el mercado para la asignación de los recursos a sus usos más valiosos, es cierto que las partes pueden comportarse de manera racional y mantener preferencias estables, lo cual permite que los bienes sean asignados eficientemente. Precisamente, la especialización de los contratos de M&A permiten concluir que las partes –en estos casos– sí realizan un análisis detallado y a fondo del valor de la empresa y del precio que será pagado, lo cual se puede comprobar con las disposiciones contractuales creados a tal efecto. En consecuencia, consideramos que el comprador y vendedor en un *deal* de M&A generalmente actúan de manera racional y mantienen preferencias estables en el tiempo.

¹⁰ FOX, Charles M. *Working with contracts: What law school doesn't teach you*. Second edition. New York: Practising Law Institute, 2008, pp. 10.

1.2 El mercado para la adquisición del control societario

El derecho de contratos ha dejado de temerle al riesgo para empezar a amarlo¹¹. Al momento de realizar una transacción, las partes no solo se preocupan en lograr la mayor rentabilidad posible, sino también prestan atención a los riesgos que tendrán que afrontar, algunos conocidos de manera previa y otros no. La preocupación recae principalmente en el temor de la ocurrencia de eventos adversos.

La distribución de riesgos termina convirtiéndose en el objetivo más importante al momento de contratar, para lo cual, las partes utilizan los instrumentos típicos que se aplican de manera supletoria o pactan dispositivos nuevos en virtud de la autonomía privada.

Como habíamos señalado, uno de los ejemplos más interesantes para explicar la distribución de los riesgos son los *deals* de M&A. En el caso de la compraventa de acciones, el objeto de transferencia inmediato y tangible son las acciones de la empresa objetivo. Sin embargo, lo más importante no es la transferencia de dichas acciones, sino del control societario como objetivo mediato e intangible¹². Dada la naturaleza compleja del control societario, se requiere de nuevos dispositivos capaces de ayudar al adquirente a determinar qué es exactamente lo que está adquiriendo, a efectos de fijar el precio a pagar como contraprestación y las responsabilidades que deberá asumir el vendedor¹³.

Estas operaciones son posibles desde que el control societario es demandado en el mercado como cualquier otro bien que puede ser adquirido y comprado¹⁴.

¹¹ KREITNER, Roy. “Speculations of contract, or how contract law stopped worrying and learned to love risk”. En *Columbia Law Review*, Vol. 100, No. 4, 2000, pp. 1096 y ss.

¹² ÁLVAREZ ARJONA, José María. “La adquisición de empresas como de negociación”. En ÁLVAREZ ARJONA, José María y Ángel CARRASCO PERERA. *Adquisiciones de empresas*. Madrid: Arazandi, 2004, pp. 54 y ss.

¹³ PAYET PUCCIO, José Antonio. “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor”. En *Ius et Veritas*, Revista editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la PUCP, No. 39, 2007, pp. 70.

¹⁴ MANNE, Henry G. “Mergers and the Market for Corporate Control”. En *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2, 1965, pp. 112: “The basic proposition advanced in this paper is that the control of corporations may constitute a valuable asset; that this asset exists independent of any interest in either economics of scale or monopoly profits; that an active market for corporate control exists; and that a great many mergers are probably the result of the successful workings of this special market.”

1.2.1 La separación entre control y propiedad en el derecho corporativo

Una de los cambios estructurales que ha experimentado el derecho corporativo ha sido la separación entre control y propiedad. Antes de explicar dicho paradigma es necesario comprender cuáles son las características típicas del derecho corporativo.

El derecho corporativo moderno contiene cinco características estructurales que se encuentran virtualmente en cualquier jurisdicción del mundo: (1) personalidad jurídica, (2) responsabilidad limitada, (3) libre transferibilidad de las acciones, (4) administración centralizada, y (5) propiedad en forma de inversión de capital¹⁵.

En primer lugar, la personalidad jurídica es una de las características principales de cualquier forma de organización o entidad legal, lo cual hace posible la existencia de una separación de patrimonios que no podría ser lograda a través de acuerdos contractuales, debido a los altos costos de transacción. El patrimonio de los fundadores y posteriores inversionistas es diferente e independiente del patrimonio de la organización o entidad legal. Esto es lo que HANSMANN y KRAAKMAN denominan como *asset partitioning*¹⁶. Dicha separación de patrimonios permite proteger el patrimonio de la entidad legal de los reclamos que terceros puedan presentar contra los dueños de dicha entidad.

En segundo lugar, la responsabilidad limitada es el reflejo inverso de la personalidad jurídica. Sin perjuicio de que la responsabilidad limitada sea considerada como una característica estructural del derecho corporativo, en realidad –para ser más precisos- es una característica fundamental e imprescindible del mundo de las inversiones. Aquellos que invierten capital

¹⁵ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. “What is Corporate Law?”. En *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, pp. 5.

¹⁶ HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier y Richard SQUIRE. “Law and the Rise of the Firm”. En *Harvard Law Review*, Vol. 119, 2006, pp. 1337 y ss.; HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. “The Essential Role of Organizational Law”. En *Yale Law Journal*, Vol. 110, 2000, pp. 390; HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. “Organizational Law as Asset Partitioning”. En *European Economic Review*, Vol. 44, 2000, pp. 810: “The view can be labeled an ‘asset partitioning’ theory of organizational law, where by ‘asset partitioning’ we mean the division of a fixed pool of assets into subpools, each of which is separately pledged as security to a different creditor or group of creditors. The principal rationale for asset partitioning is to reduce the overall cost of credit when dealing with a heterogeneous group of creditors. The reason that asset partitioning can reduce costs is that some creditors are better able than others to assess and monitor the value of particular assets, or to extract value from those assets if, upon default by the debtor, the creditor takes possession of them.”

en una sociedad no arriesgan más que dicha inversión¹⁷. Dada la separación de patrimonios como consecuencia de la personalidad jurídica, la compañía responde ilimitadamente con su patrimonio frente a sus acreedores, mientras que los accionistas responden también ilimitadamente con su propio patrimonio frente a sus propios acreedores. La regla es simple: cada quien responde por sus deudas con sus bienes presentes y futuros. La responsabilidad limitada del accionista es simplemente un recordatorio sofisticado de esa simple regla.

La personalidad jurídica es una cuestión de conveniencia legal y práctica, que permite que las organizaciones tengan un nombre y apellido, puedan contratar en nombre propio e incluso puedan plantear demandas o ser demandadas¹⁸. La compañía es una persona individualizada frente al derecho, y como tal, la misma responde con su propio patrimonio frente a sus acreedores. Cuando los accionistas inyectan capital en una sociedad, no están asumiendo las deudas sociales, y por ello, no arriesgan su propio patrimonio. Las calidades de ente legal y dueño no pueden confundirse.

Para hacerlo más gráfico, el accionista no tendría que meterse nuevamente la mano al bolsillo por las deudas que la compañía no pueda pagar, por más grave que sea la responsabilidad de la empresa¹⁹ (pensemos en los *mass tort cases*²⁰). Por ello, señalábamos que la responsabilidad limitada es un reflejo inverso de la personalidad jurídica: mientras la personalidad jurídica protege el patrimonio de la empresa de los reclamos de los acreedores de los accionistas, la responsabilidad limitada protege el patrimonio de los accionistas frente a los reclamos de los acreedores de la empresa. La personalidad jurídica es un escudo en favor de la empresa (*entity shielding*) como la responsabilidad limitada lo es para los

¹⁷ EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The Economic Structure of Corporate Law*, Óp. Cit., pp. 11: “«Limited liability» means only that those who contribute equity capital to a firm risk no more than their initial investments –it is an attribute of investment rather than of «corporation».”

¹⁸ Ídem, pp. 11-12.

¹⁹ ALEXANDER, Janet Cooper. “Unlimited Shareholder Liability Through a Procedural Lens”. En *Harvard Law Review*, Vol. 106, No. 2, 1992, pp. 390: “If the corporation’s liabilities exceed its assets, the shareholders will receive nothing; they will have lost their entire investment. No matter how massive the corporation’s liabilities, however, its shareholders cannot lose more than their investment. They are not personally liable, as shareholders, for the corporation’s debt.”

²⁰ SCHUCK, Peter H. *Agent Orange on Trial. Mass Toxic Disasters in the Courts*. Enlarged Edition. Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 1987, pp. 8.

accionistas (*owner shielding*)²¹.

Dicha regla se encuentra reconocida tanto en el régimen general regulado en el artículo 78° del Código Civil²², como en el régimen especial regulado por la Ley General de Sociedades en los artículos 6°²³, 31°²⁴, 51°²⁵ y 283°²⁶, entre otras disposiciones corporativas.

Por otro lado, las restantes características estructurales pueden ser entendidas si comprendemos la razón de la separación entre control y propiedad. BERLE y MEANS fueron los primeros académicos en advertir cómo se desarrolla la propiedad privada en las corporaciones modernas²⁷. En el nacimiento de una sociedad anónima, las calidades de fundadores, inversionistas y administradores pueden recaer en las mismas personas. Quienes constituyen la empresa también inyectan capital en la misma y administran los negocios detallados en el objeto social. Podemos presumir que nos encontramos frente a empresarios con conocimientos de negocios e inversión. Sin embargo, en las sociedades modernas dichas

²¹ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. “What is Corporate Law?”, *Óp. Cit.*, pp. 9-10.

²² Artículo 78° del Código Civil peruano de 1984
La persona jurídica tiene existencia distinta de sus miembros y ninguno de éstos ni todos ellos tienen derecho al patrimonio de ella ni están obligados a satisfacer sus deudas.

²³ Artículo 6°.- Personalidad Jurídica
La sociedad adquiere personalidad jurídica desde su inscripción en el Registro y la mantiene hasta que se inscribe su extinción.

²⁴ Artículo 31°.- El patrimonio social
El patrimonio social responde por las obligaciones de la sociedad, sin perjuicio de la responsabilidad personal de los socios en aquellas formas societarias que así lo contemplan.

²⁵ Artículo 51°.- Capital y responsabilidad de los socios
En la sociedad anónima el capital está representado por acciones nominativas y se integra por aportes de los accionistas, quienes no responden personalmente de las deudas sociales. No se admite el aporte de servicios en la sociedad anónima.

²⁶ Artículo 283°.- Definición y responsabilidad
En la Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada el capital está dividido en participaciones iguales, acumulables e indivisibles, que no pueden ser incorporadas en título valores, ni denominarse acciones.

Los socios no pueden exceder de veinte y no responden personalmente por las obligaciones sociales.

²⁷ BERLE, Adolf A. y Gardiner C. MEANS. *Modern Corporation and Private Property*, décima reimpresión. New Brunswick: Transaction Publishers, [1932] 2009, pp. 112 y ss. Véase también: MARKS, Stephen G. *The Separation of Ownership and Control*. En BOUCKAERT, Boudewijn y Gerrit DE GEEST. *Encyclopedia of Law and Economics*. Volume III. The Regulation of Contracts. V. Regulation of Contracts. Cheltenham. Edward Elgar Publishing, 2000, pp. 692 y ss.

calidades no siempre recaerán en las mismas personas, especialmente las de inversionistas (quienes proveen el capital) y administradores (quienes toman las decisiones del día a día de la empresa). La especialización del trabajo permite que la empresa sea de propiedad de aquellos que no la administran y que sea administrada por aquellos que no son sus dueños.

La separación entre propiedad y control es una característica típica de la propiedad privada en las empresas modernas y es lo que permite que las empresas sean un punto de reunión entre personas con conocimientos de negocios pero sin capital para invertir y personas extrañas a los negocios pero con excedentes para invertir. Esto también permite distribuir los riesgos de hacer negocios de manera eficiente²⁸: los administradores asumen los riesgos de sus decisiones mientras que los inversionistas solo asumen el riesgo de perder el capital aportado²⁹.

La especialización de labores hace posible la inversión pasiva, uno de los aspectos más importantes del derecho de inversiones y –nos atrevemos a decir- el vehículo que hizo y hace posible la capitalización de las empresas en todo el mundo. Los potenciales inversionistas de una sociedad solo tienen que percatarse de que dicha sociedad tenga administradores competentes que aumenten el valor de la sociedad. Si ello es así, lo único que tienen que hacer es invertir capital y esperar el pago de dividendos u otros beneficios económicos.

Debido a la responsabilidad limitada, los accionistas solo arriesgan el monto de su inversión y pueden despreocuparse de la administración de la empresa. Debido a esta especialización, los inversionistas pueden diversificar sus inversiones y proveer capital a diversas empresas. La responsabilidad limitada permite una eficiente diversificación de las inversiones³⁰ dado que los inversionistas no expondrán su patrimonio personal en cada inversión que realicen. De esta manera, la inversión pasiva es una realidad.

Consideramos que dicho contexto es uno de los aspectos más importantes que ha favorecido

²⁸ MANNE, Henry G. “Our Two Corporation Systems: Law and Economics”. En *Virginia Law Review*, Vol. 53, No. 2, 1967, pp. 261: “Centralizing management serves simply to specialize these various economic functions, and to allow the system to operate more efficiently”.

²⁹ Al respecto, véase en nuestro medio a: BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo. “¿Cómo “vestir a un santo sin desvestir a otro”? La responsabilidad limitada en las sociedades y los accidentes”. En ID. *Derecho y Economía. El análisis económico de las instituciones legales*, segunda reimpresión Lima: Palestra, 2010, pp. 805 y ss.

³⁰ MANNE, Henry G. “Our Two Corporation Systems: Law and Economics”, *Óp. Cit.*, pp. 262.

la existencia de un mercado para la adquisición del control corporativo. Debido a la separación entre control y propiedad, y a la regla supletoria de la responsabilidad limitada³¹, los inversionistas tienen más incentivos para invertir capital en diversas compañías. Esto no solo favorece que nuevos inversionistas aporten capital, sino que las acciones que se adquieren como contraprestación a la aportación realizada puedan ser libremente transferidas a otros accionistas en el mercado secundario. Precisamente, la separación entre control y propiedad hace posible que los administradores estén despreocupados de la identidad de los accionistas, dado que la inversión en capital no afectará las decisiones que acuerden ni su ejecución. De la misma manera, los accionistas pueden confiar en la labor que realizarán los administradores.

Sin perjuicio de los beneficios que genera la separación entre control y propiedad, es necesario advertir los costos de dicha separación. Uno de los principales problemas que se pueden identificar en el derecho corporativo son los problemas de agencia, por el cual se entiende aquella relación entre agente-principal en donde el primero tiene que realizar un encargo por cuenta del segundo. El problema se presenta cuando el agente tiene los incentivos para obtener mayores beneficios a menor costo en perjuicio del interés del principal. Dicha situación obliga al principal a asumir costos de monitoreo para evitar las pérdidas que el agente le ocasionaría al buscar éste satisfacer su propio interés y subordinar el interés del principal³².

³¹ La perspectiva económica considera que la responsabilidad limitada es una regla supletoria, al ser la regla que las partes hubieran pactado de poder transar a bajos costos de transacción. La finalidad de las reglas supletorias es reducir los costos de transacción y fomentar la transacción. Precisamente, la responsabilidad limitada es una regla que permite la reducción de los costos del flujo de capital y los costos de monitoreo, razón por la cual, sería pactada tanto por los acreedores contractuales como por los extracontractuales. Véase al respecto a: BAINBRIDGE, Stephen M. “Abolishing Veil Piercing”. En *Harvard Law School*, 2000-01, pp. 10: “In my judgment, the correct approach to limited liability thus treats it as one of the many terms in the set of contracts making up the corporation. Refusing to hold shareholders personally liable for firm debts thus is the precise equivalent of enforcing a standard form sales contract. Nothing more and nothing less.”; EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHEL. *The Economic Structure of Corporate Law, Op. Cit.*, pp. 34. En relación a la finalidad económica de las reglas supletorias, puede consultarse los trabajos del Profesor Ian AYRES, de la Universidad de Yale. En concreto, véase: AYRES, Ian. “Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel”. En *The University of Chicago Law Review*, Vol. 59, 1992, pp. 1395; AYRES, Ian y Robert GERTNER. “Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Analysis of Default Rules”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 99, 1989, pp. 90.

³² Véase: POSNER, Eric A. “Agency Models in Law and Economics”. En *The Coase Lecture Series*, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 92, The University of Chicago Law School, 2000, pp. 1 y ss.

En el derecho corporativo podemos identificar hasta tres relaciones de agencia: (1) entre la administración (agente) y los accionistas (principal), (2) entre los accionistas minoritarios (agente) y los mayoritarios (principal), y (3) entre la compañía (agente) y los terceros con los que contrata (principal)³³.

La solución a los problemas de agencia es aquella que logre minimizar los costos de monitoreo y las pérdidas del principal. Dado que es la administración (agente) la que se encarga de las operaciones ordinarias de la empresa y de manejar el capital aportado por los accionistas, los administradores tienen los incentivos para maximizar sus intereses personales en perjuicio de los intereses de los accionistas (principal). Este conflicto de intereses puede ocasionar que la administración se desvíe de la satisfacción del interés social para satisfacer su interés personal³⁴.

Una solución a tales costos de agencia es –paradójicamente– la misma separación de control y propiedad, al permitir la existencia de un mercado de adquisición del control societario que incentive a los administradores a alinear sus intereses con el interés de la compañía. Como diría cualquier economista, los costos generados por el mercado se internalizan a través de las mismas fuerzas del mercado.

La existencia de un mercado secundario en donde los dueños anónimos de la empresa venden libremente las acciones inicialmente compradas en el mercado primario, permite que cualquier inversionista que pretenda adquirir una participación significativa que le otorgue control en la sociedad, lo haga sin consultar a los administradores a través de una Oferta Pública de Adquisición (OPA)³⁵, conocida en el derecho anglosajón como *tender offers*³⁶. En

³³ ARMOUR, John; HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN. “Agency Problems and Legal Strategies”. En *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Second Edition. Oxford: Oxford University Press, 2009, pp. 36.

³⁴ BERLE, Adolf A. y Gardiner C. MEANS. *Modern Corporation and Private Property*, Óp. Cit., pp. 114: “If we are to assume that the desire for *personal profit* is the prime force motivating control, we must conclude that the interests of control are different from and often radically opposed to those of ownership...”

³⁵ REBAZA, Alberto. “¿Para qué te quiero OPA? Sus principios y sus malentendidos”. En *Themis, Revista de Derecho*, No. 50, 2005, pp. 99; PAYET, José Antonio. “OPA’s hostiles y medidas de protección”. En *Ius et Veritas*, No. 23, Año 12, 2001, pp. 107 y ss.

³⁶ Véase al respecto: BEBCHUK, Lucian A. “The Case for Facilitating Competing Tender Offers”. En *Harvard Law Review*, Vol. 95, No. 5, 1982, pp. 1028 y ss; BARON, David P. “Tender Offers and Management Resistance”. En *The Journal of Finance*, Vol. XXXVIII, No. 2, 1983, pp. 331 y ss.;

este sentido, si un inversionista considerase que la empresa vale menos de lo que debería valer, tendrá los incentivos para adquirir el control de ella y hacer los ajustes necesarios en la administración para que el valor de la empresa suba. La existencia de un mercado en donde el control societario es demandado como cualquier otro bien³⁷ incentiva a los administradores a realizar un buen trabajo si no quieren perder sus puestos gerenciales y sus atractivas remuneraciones³⁸.

Cabe señalar que si bien el mercado secundario peruano no se caracteriza por ser protagonista de varias adquisiciones a través de OPA's, ello no es motivo para pensar que los administradores de empresas peruanas no tienen los incentivos para maximizar el valor de la compañía. El mercado peruano de Fusiones y Adquisiciones se encuentra dominado principalmente por inversionistas financieros, de los que destacan los fondos de inversión que tienen como objeto la compra y venta de empresas, conocidas como fondos de *private equity*. El principal interés de los fondos de *private equity* es identificar a aquellas empresas que estén por debajo de su valor potencial y que con algunos ajustes en la administración – entre otras cosas- puedan maximizar el valor de la compañía³⁹. El negocio de los fondos de

FLEISCHER, Arthur Jr. y Robert H. MUNDHEIM. “Corporate Acquisitions by Tender Offer”. En *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 115, No. 3, 1967, pp. 317 y ss.

³⁷ MANNE, Henry G. “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Óp. Cit.*, pp. 112.

³⁸ EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The Economic Structure of Corporate Law*, *Óp. Cit.*, pp. 172-173: “Those making the tender offer can profit by scrutinizing management teams. Prospective bidders monitor the performance of teams by comparing a corporation’s potential value with its value (as reflected by share prices) under current management. When the difference becomes too great, an outsider can profit by buying the firm and making changes. The outsider, after acquiring a majority of the shares, has superior incentives at the margin. All parties benefit in this process. The target’s shareholders gain because they receive a premium over the market price. The bidder obtains the difference between the new value of the firm and the payment to the old shareholders. Nontendering shareholders receive part of the appreciation in the price of the shares.

Investors benefit even if their corporation never becomes the subject of a tender offer. The reality and prospect of monitoring by outsiders poses a threat of takeover if performance lags. Managers must attempt to improve the firm’s performance, which leads to higher prices for shares and so reduces the chance of takeover.”

Véase también: BITTLINGMAYER, George. “The Market for Corporate Control”. En BOUCKAERT, Boudewijn y Gerrit DE GEEST. *Encyclopedia of Law and Economics*. Volume III. The Regulation of Contracts. V. Regulation of Contracts. Cheltenham. Edward Elgar Publishing, 2000, pp. 725 y ss.

³⁹ REBAZA, Alberto. “Las Fusiones y Adquisiciones de Empresas: A Propósito de la Proliferación de los Fondos de Inversión”. En *Themis, Revista de Derecho*, No. 54, 2007, pp. 102-103; HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis y Jaime ESCRIBENS OLAECHEA. “*Private Equity* y *buyouts* (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano”. En *Derecho PUC*, Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, No. 60, 2007, pp. 282-283; ESPINOSA REBOA,

private equity consiste en ganar ese diferencial que se obtiene al maximizar el valor de la empresa. Dicha ganancia es lo que incentiva a los administradores a no quedarse dormidos si no quieren perder su trabajo.

Ahora, suelen haber ocasiones en las cuales la compra del target por un fondo de *private equity* significará la salida de la administración del target. El fondo colocará a sus propios administradores y los reemplazará en caso no hagan un buen trabajo. En la experiencia americana se ha demostrado que un tercio de los CEO's son reemplazados en los primeros 100 días mientras que dos tercios durante un periodo de cuatro años⁴⁰.

Por el contrario, el fondo podría mantener la administración del target e incluso obligar contractualmente a la administración a que se quede en el target después de la adquisición si la administración ha venido realizando un buen trabajo y puede aún aumentar el valor de la empresa. Esto suele suceder en industrias especializadas en donde la administración conoce mejor el negocio que el fondo adquirente.

Si bien los fondos de *private equity* no generan los mismos incentivos que las OPA's para garantizar una labor eficiente de la administración, algunos incentivos genera. Será labor de estudios empíricos determinar este aspecto con precisión.

Lo que hemos pretendido explicar en esta sección es el surgimiento y existencia de un mercado por el control societario, en donde las empresas se compran y se venden como si fueran cualquier otro bien sujeto a la oferta y la demanda. A su vez, dicha realidad ha exigido la creación de una serie de provisiones contractuales que garanticen la efectiva toma de control en una sociedad. Tales provisiones podrán utilizarse tanto en compras públicas o privadas de empresas.

Liliana y Oscar TRELLES DE BELAUNDE. "Desinversión por Fondos de Inversión o *Private Equity*". En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, 2015, pp. 22; LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo Luis. "Leveraged Buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida". En *Advocatus*, Vol. 10, 2004, pp. 247 y ss.

⁴⁰ KAPLAN, Steven N. y Per STRÖMBERG. "Leveraged Buyouts and Private Equity". En *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, 2009, pp. 132.

1.2.2 Adquisiciones públicas y privadas de empresas

Las características estructurales del derecho corporativo ayudan a explicar el surgimiento de un mercado para la adquisición del control societario. La diferencia entre control y propiedad permite que potenciales adquirentes puedan lanzar una oferta a la base accionarial de la empresa sin consultar a los administradores. Dicho tipo de adquisiciones son consideradas como adquisiciones públicas.

Cuando una empresa cotiza en un mercado centralizado de negociación, como son los mercados en donde se transan valores mobiliarios (acciones, bonos, papeles, etc.), la emisora se encuentra expuesta a la fiscalización de todo el público. En virtud del principio de transparencia de los mercados de valores⁴¹ la información relacionada a la compañía debe transmitirse al público. La información disponible en el mercado se verá reflejada en el precio de las acciones, lo cual se conoce como la hipótesis de los mercados de capitales eficientes⁴². Tal sistema permite reducir los costos de monitoreo: el mercado en general también participa en el monitoreo de la compañía al internalizar parte de los costos de fiscalización que tendrían que asumir los accionistas de no existir un mercado para los *tender offers*. De esta manera se reducen los costos de transacción.

La existencia de este mercado secundario hace posible la adquisición pública del control societario, y es pública desde que la oferta que será enviada a la base accionarial deberá ser comunicada al mercado como un hecho de importancia desde que la empresa objetivo cotiza en bolsa y porque la oferta de compra estará dirigida a todos los acciones. La publicidad de dicha primera oferta incentiva a que otros posibles ofertantes interesados presenten una mejor

⁴¹ PAYET, José Antonio. “Fusiones, Adquisiciones y la Información en el Mercado de Valores”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 54, 2007, pp. 135 y ss.

⁴² Cabe señalar que se han propuesto tres hipótesis de los mercados eficientes: (i) el fuerte (*strong form*), en donde el precio de las acciones refleja la información pública y privada de la compañía, (ii) el semifuerte (*semi-strong form*), en donde el precio refleja la información que se ha hecho pública, y (iii) el débil (*weak form*), en donde el precio solo refleja información de ejercicios pasados. FAMA, Eugene F. “Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work”. En *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 1970, pp. 383; GILSON, Ronald y Bernard BLACK. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. Foundation Press, 2007, pp. 138-146. Sobre las críticas a la hipótesis de los mercados eficientes, véase: MALKIEL, Burton G. “The Efficient Market Hypothesis and Its Critics”. En *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 17, No. 1, 2003, pp. 59 y ss.

propuesta y con ello se genere competencia⁴³. De la misma manera, debido al carácter público de dichas adquisiciones, las ofertas públicas se encontrarán sometidas a la legislación aplicable al mercado de valores, que en el caso peruano se rige por el TUO de la Ley de Mercado de Valores⁴⁴ y el ROPA⁴⁵.

La utilidad de la OPA's se evidencia cuando se piensa en la adquisición del control corporativo de una empresa con un accionariado muy difundido y disperso. Debido a que sería complicado identificar a todo un sector de accionistas con participaciones sociales suficientes para otorgar el control necesario, las ofertas públicas de adquisición son una alternativa eficiente que reduce los costos de transacción entre las partes. No solo se evita los costos que tendría que asumir el ofertante para identificar a todos los accionistas, sino que también evita los costos que tendrían que asumir los mismos accionistas para ponerse de acuerdo si venden o no sus acciones. Los accionistas interesados pueden aceptar la oferta por sus acciones con prescindencia de la decisión de los demás accionistas.

Por otro lado, también se pueden adquirir empresas de manera privada. En este caso estamos frente a empresas que no tiene ningún valor inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores, y en consecuencia, sus acciones no se cotizan en bolsa. La empresa es cerrada en el sentido que no se encuentra expuesta a los ojos del mercado. Solo sus miembros tienen acceso a la información relativa a la empresa. En este caso, el potencial adquirente no tendría que someterse a la regulación de las OPA's y podría negociar directamente y de manera privada con los accionistas mayoritarios y los administradores.

⁴³ Cabe señalar que la regulación peruana en torno a las OPA's no favorece la competencia entre ofertantes, dado que, para que una oferta califique como una oferta competidora deberá ser superior a la anterior tanto en el número de acciones a comprar como en el precio. Dicha opción legislativa limita la competencia entre ofertas competidoras dado que las propuestas de los potenciales adquirentes no se limitan a señalar solo precio y cantidad de acciones a comprar, sino que los términos y condiciones pueden consistir en otros aspectos. Podría darse el caso que el ofertante competidor proponga la compra de un número menor de acciones pero con mayores beneficios diferentes a un aumento del precio. Lo ideal sería que los accionistas tengan la posibilidad de recibir ofertas con condiciones diferentes y que la elección sea de ellos. Véase al respecto: REBAZA, Alberto. “¿Para qué te quiero OPA? Sus principios y sus malentendidos”, *Óp. Cit.*, pp. 102-103.

⁴⁴ Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861.

⁴⁵ Reglamento sobre Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, Resolución CONASEV N° 0009-2006.

Dado que la empresa es cerrada y no pública, los potenciales compradores tendrán menos información disponible para ser analizada antes de tomar contacto con la empresa objetivo. La información estará en poder exclusivo de la empresa y su acceso dependerá de la seriedad y el desarrollo de las negociaciones.

Conocer la existencia de un mercado por el control societario y la diferencia entre adquisiciones públicas y privadas de empresas, es importante a efectos de comprender el contexto en el que se aplican las típicas provisiones contractuales destinadas a garantizar la adquisición de la empresa objetivo. Precisamente, la compra estará garantizada cuando se hayan asignado correctamente los riesgos que puedan presentarse en el contexto de la adquisición y que puedan afectar a la misma.

A continuación explicaremos algunas modalidades de operaciones de M&A y la nueva ingeniería contractual que se ha estandarizado en este tipo de operaciones.

2. Las operaciones de M&A

2.1 Modalidades de adquisiciones de empresas

Como habíamos mencionado, las operaciones de M&A pueden involucrar diversas modalidades transaccionales como la compra de activos, la compra de acciones, aumentos de capital, fusiones, escisiones, reorganizaciones simples y *buyouts*, por mencionar los principales. Indistintamente, todas estas modalidades se nombran conjuntamente como operaciones de M&A, sin perjuicio de que en cada modalidad hayan grandes particularidades. El mercado por la toma de control de las empresas se concretiza en las diversas operaciones de M&A, en donde se deberá tener en cuenta los particulares aspectos contractuales, societarios y tributarios que cada tipo de transacción involucra.

Una primera clasificación importante es la distinción entre aquellas operaciones que producen una afectación estructural en las empresas contratantes y aquellas que no⁴⁶. Tenemos a las operaciones de toma de control a través de la compra de acciones y a las operaciones de reorganizaciones societarias. Por ejemplo, en las fusiones y escisiones

⁴⁶ GIMENO RIBES, Miguel. *La protección del comprador en la adquisición de empresa*. Granada: Editorial Comares, pp. 22-23.

estamos frente a operaciones que afectan estructuralmente al menos a una compañía involucrada. En una fusión, o las dos compañías se extinguen para dar nacimiento a una nueva (fusión por constitución), o una se extingue para formar parte de la otra, en donde la que sobrevive es denominada absorbente mientras que la extinguida es denominada absorbida (fusión por absorción)⁴⁷. Sea que nos encontremos en el primer escenario o en el segundo, al menos una sociedad terminará extinguida. Estas afectaciones estructurales también se aprecian en las escisiones.

Sea que se trate de una escisión total o parcial, tendremos a una sociedad que escinde al menos un bloque patrimonial para ser destinado a la constitución de una nueva sociedad o para que sea incorporada en el patrimonio de una ya existente⁴⁸.

47

Ley General de Sociedades

Artículo 344°.- Concepto y formas de fusión

Por la fusión dos o más sociedades se reúnen para formar una sola cumpliendo los requisitos prescritos por esta ley. Puede adoptar alguna de las siguientes formas:

1. La fusión de dos o más sociedades para constituir una nueva sociedad incorporante origina la extinción de la personalidad jurídica de las sociedades incorporadas y la transmisión en bloque, y a título universal de sus patrimonios a la nueva sociedad; o,
2. La absorción de una o más sociedades por otra sociedad existente origina la extinción de la personalidad jurídica de la sociedad o sociedades absorbidas. La sociedad absorbente asume, a título universal, y en bloque, los patrimonios de las absorbidas.

En ambos casos los socios o accionistas de las sociedades que se extinguen por la fusión reciben acciones o participaciones como accionistas o socios de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente, en su caso.

48

Ley General de Sociedades

Artículo 367°.- Concepto y formas de escisión

Por la escisión de una sociedad fracciona su patrimonio en dos o más bloques para transferirlos íntegramente a otras sociedades o para conservar uno de ellos, cumpliendo los requisitos y las formalidades prescritas por esta ley. Puede adoptar alguna de las siguientes formas:

1. La división de la totalidad del patrimonio de una sociedad en dos o más bloques patrimoniales, que son transferidos a nuevas sociedades o absorbidos por sociedades ya existentes o ambas cosas a la vez. Esta forma de escisión produce la extinción de la sociedad escindida.
2. La segregación de uno o más bloques patrimoniales de una sociedad que no se extingue y que los transfiere a una o más sociedades nuevas, o son absorbidos por sociedades existentes o ambas cosas a la vez. La sociedad escindida ajusta su capital en el monto correspondiente.

En ambos casos los socios o accionistas de las sociedades escindidas reciben acciones o participaciones como accionistas o socios de las nuevas sociedades absorbentes, en su caso.

De la misma manera, por la reorganización simple una empresa aporta un bloque patrimonial en favor de otra empresa a cambio de acciones⁴⁹. La principal diferente entre las fusiones y escisiones y la reorganización simple es que en ésta última el beneficiario de las acciones es la misma sociedad escidente y no sus accionistas.

Como vemos, en las operaciones de reorganizaciones societarias necesariamente se produce una afectación estructural en las empresas participantes, sea porque una se extingue, recibe un bloque patrimonial o escinden uno⁵⁰.

Estos cambios estructurales no suceden en una operación de adquisición de empresa a través de la compra de acciones: ninguna sociedad se extingue o se desprende de algún bloque patrimonial. Lo que sucede es que el control societario cambia de titular. Dado que el control societario es un bien sujeto a la oferta y la demanda, el mismo puede ser enajenado y adquirido sin afectar las calidades jurídicas de la sociedad vendedora y la sociedad compradora. En el supuesto en que dos compañías estuvieran negociando la venta de la empresa objetivo, las empresas involucradas en la transacción no se verían afectadas estructuralmente. De la misma manera, la sociedad objetivo permanecería inalterable. Lo único que cambia es la titularidad del control societario a través de la venta de acciones.

De allí proviene la denominación *Mergers & Acquisitions*: en los *mergers* al menos una empresa se extingue y es adquirida por otra, mientras que en los *acquisitions* solo cambia la titularidad de las acciones del target.

Comprender la diferencia entre estas operaciones es importante para determinar qué tipo de operación será necesaria para satisfacer los intereses de los clientes. Debemos recordar que

⁴⁹ Ley General de Sociedades
Artículo 391.- Reorganización simple
Se considera reorganización el acto por el cual una sociedad segrega uno o más bloques patrimoniales y los aporta a una o más sociedades nuevas o existentes, recibiendo a cambio y conservando en su activo las acciones o participaciones correspondientes a dichos aportes.

⁵⁰ En relación a la normativa societaria reorganizaciones corporativas, véase a: ISRAEL LLAVE, Luz y Alfredo FILOMENO RAMÍREZ. “La fusión y la escisión en la nueva Ley General de Sociedades: Algunas aproximaciones”. En *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo I, Derecho Societario. Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 1125 y ss. En relación a la utilidad de la reorganización simple, véase a: HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. “Apuntes sobre la reorganización simple en la legislación peruana”. En *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo I, Derecho Societario. Lima: Gaceta Jurídica, 2005, pp. 1207 y ss.

este tipo de operaciones suele ser la más importante transacción en la que intervendrá el cliente en toda su vida comercial⁵¹.

Las operaciones de M&A se enfocan en la compra y venta de empresas. Pero como hemos señalado, estas compras se pueden realizar a través de diversas modalidades. El Código Civil regula el contrato de compra venta tradicional, mediante el cual un parte enajena un bien a cambio de un precio⁵². Sin embargo, en el ámbito corporativo muchas operaciones que no calificarían exactamente en el supuesto de hecho regulado por la normativa civil, son consideradas como adquisiciones. De esta manera, el derecho corporativo provee instituciones que permiten a los inversionistas adquirir una empresa sin comprar la misma en términos civiles.

Un potencial inversionista podría adquirir una empresa a través de un contrato de fusión mediante la absorción de la empresa objetivo. La empresa absorbente adquirirá a la empresa absorbida a cambio de la entrega de acciones de la nueva sociedad en favor de los accionistas de sociedad que se extingue, según la relación de canje que se haya pactado. Incluso se podría entregar una contraprestación mixta entre acciones y dinero (conocidas como *stock-and-cash deals*). Si tenemos en cuenta que a través de dicha fusión por absorción se está adquiriendo a la empresa objetivo (la absorbida), no quedan dudas que como contraprestación por dicha adquisición se podrán pagar no solo acciones sino también un monto determinado de dinero.

En una fusión por constitución también se producen adquisiciones. Al menos dos empresas se extinguirán para constituir una nueva. Dado que los accionistas de la nueva sociedad serán aquellos de las dos sociedades extinguidas, los accionistas de la empresa 1 terminarán adquiriendo a la empresa 2 mientras que los accionistas de la empresa 2 terminarán adquiriendo a la empresa 1. Si lo que se busca es lograr sinergias a través de una integración vertical, la fusión por constitución es una vía que permite que ambas partes terminen adquiriendo algo del otro.

Lo mismo ocurre con las escisiones. Si una empresa objetivo tiene varias líneas de negocio, puede escindir una de ellas para que sea absorbida por la empresa adquiriente. Nuevamente,

⁵¹ SHENAS, George P. "Road map for a deal". En *American Bar Association*, Vol. 13, No. 5, 2004.

⁵² Artículo 1529.- Por la compraventa el vendedor se obliga a transferir la propiedad de un bien al comprador y éste a pagar su precio en dinero.

a cambio de la adquisición de ese negocio se entregarán acciones o acciones con dinero en favor de los accionistas de la sociedad enajenante. En caso dicho bloque patrimonial sea destinado a la constitución de una nueva empresa, los accionistas de ésta serán los adquirentes (entre los cuales puede estar una *holding*).

También se puede adquirir a una empresa por medio de un aumento de capital vía aportes. Después de haber acordado el aumento de capital, el adquirente puede invertir el capital prometido para recibir a cambio acciones suficientes que le permitan tener el control de la sociedad. En este caso no hay extinción de sociedades, creación de nuevas o escisiones de bloques patrimoniales, simplemente se emiten nuevas acciones que se justifican en el capital aumentado. Se aporta capital en la sociedad a cambio de acciones. Nuevamente, el aporte de capital es una manera de adquirir una empresa.

De la misma manera, la reorganización simple permite aportar un bloque patrimonial que puede consistir en toda una empresa o un banco, a cambio de recibir acciones. A través de un aporte también se puede enajenar a la empresa objetivo.

Donde sí se usa la figura del contrato típico civil de compraventa –aunque con muchas particularidades que lo hacen más sofisticado– es en los *assets deals* o *share deals*, por el cual se adquiere a la empresa a través de la compra de los activos de la misma (o simplemente se adquiere un activo en específico) o a través de la compra del control societario vía acciones.

Los *share deals* se materializan a través de un SPA (*stock/share purchase agreement*) o compra venta de acciones, en donde el objeto mediato es el control corporativo. Dicho contrato contiene cláusulas contractuales que son típicas y que son redactadas por las partes para distribuir los riesgos –principalmente– relacionados a la valoración de la empresa, fijación del precio y la atribución de responsabilidades.

La tenencia del control societario suele ser un tema casuístico. No queda dudas que si algún adquirente toma posición del 100% de las acciones de la empresa objetivo, el primero será quien controle a la segunda. Diferente es el caso cuando pensamos en la adquisición del 30% o 40% de la compañía. Por ello, se ha señalado que el control societario se obtiene cuando el adquirente sea quien tome las decisiones que guíen el rumbo económico de la sociedad (*to*

run the business)⁵³, lo cual puede darse cuando alguien adquiere el 60% de acciones o cuando se adquiere un paquete minoritario pero con prerrogativas en la administración. Por ejemplo, una empresa de *private equity* podría adquirir una participación minoritaria pero con alta rentabilidad siempre y cuando tenga alguna prerrogativa que le permita garantizar que la empresa será conducida de tal manera que obtenga utilidades.

A pesar de que podamos contar con diversas modalidades para adquirir una empresa, existen cláusulas contractuales que suelen usarse en cada una de dichas transacciones. La particularidad de las adquisiciones de empresas ha exigido la creación de una nueva ingeniería contractual que difiere de los pactos típicos de un contrato de compraventa civil. Una de ellas es la cláusula MAC. Sin perjuicio de que en algunas ocasiones nos enfoquemos en una modalidad en particular para poder explicar las funciones de la cláusula MAC, debe quedar en claro que la misma podrá pactarse en cualquiera de las modalidades transaccionales explicadas.

2.2 La nueva ingeniería contractual

El derecho de contratos en el Common Law tiene diferencias sustanciales en relación a los contratos del Civil Law. En el Common Law –con mayor relevancia para las operaciones comerciales- la predictibilidad y la certidumbre son indispensables. Las partes están familiarizadas y especializadas en realizar negocios, de manera que se presume que ellas se encuentran en la mejor posición para satisfacer sus necesidades comerciales. El programa contractual se compone de aquello que las partes hayan pactado expresamente en el contrato. Aspectos externos y no pactado por las partes no podrán alterar lo redactado por ellas. Precisamente, en el Common Law las partes pueden pactar reglas como el *evidence parol rule* o el *four corners rule* con el objetivo de limitar cualquier interpretación ajena a lo redactado expresamente en el contrato⁵⁴. Nuevamente, el *drafting* del contrato adquiere principal protagonismo.

⁵³ GIMENO RIBES, Miguel. *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, Óp. Cit., pp. 10.

⁵⁴ POSNER, Richard A. “The Law and Economics of Contract Interpretation”. En *The University of Chicago Law School*, John M. Olin Law and Economics Working Paper No. 229, 2004, pp. 21-30.

La situación es distinta en el Civil Law. Las partes comerciales también buscan predictibilidad y certidumbre, pero la situación es diferente debido a la regulación legal. Existen normas imperativas de carácter general y contornos no definidos que se aplicarán a todo contrato que sea sometido a un ordenamiento civilista como el peruano. Entre ellas, tenemos a la buena fe y a la prohibición del abuso del derecho. En este caso las partes no podrían señalar que el contrato se interpreta exclusivamente por lo señalado en el mismo, ya que la buena fe siempre se aplicará al integrar el contenido del mismo por el simple hecho de ser una norma imperativa⁵⁵.

De esta manera, las partes podrían verse obligadas a asumir obligaciones que no fueron expresamente asumidas en el contrato⁵⁶, como serían las obligaciones de revelar información. Además, una de las partes podría señalar que la otra no ejerció su derecho de manera regular, por lo cual, su ejercicio fue abusivo y no podría ser amparado por el derecho. La existencia de dichas normas imperativas implicaría que las partes no puedan manejar todos los aspectos contractuales como ellas quisieran.

Dicha diferencia entre ambos sistemas jurídicos permite comprender el alto nivel de sofisticación, complejidad y precisión que tienen los contratos de M&A en la experiencia americana. Las partes regulan todos los supuestos posibles que puedan afectar sus propios intereses. Si tenemos en cuenta además la naturaleza compleja y volátil de la empresa como objeto de transacciones, quedará claro que las cláusulas contractuales que distribuyen riesgos adquieren un protagonismo fundamental. Como consecuencia de lo mencionado, tenemos una nueva ingeniería contractual aplicable a las operaciones de M&A, las cuales también suelen utilizarse en los contratos de financiamiento.

Como desarrollaremos en el presente trabajo, dichos dispositivos contractuales no han sido creados en términos civiles, y a pesar de ello, se suelen hacer comparaciones forzosas con institutos jurídicos del Civil Law. Uno de los desafíos que tienen que enfrentar los asesores

⁵⁵ FRANZONI, Massimo. “La buena fe y la equidad como fuentes de integración del contrato”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, 2003, pp. 647 y ss.

⁵⁶ BIANCA, Massimo. *Derecho Civil. 3 El Contrato, Óp. Cit.*, pp. 521-522: “La integración puede dar lugar a obligaciones adicionales de las partes, pero se trata de todas formas, de obligaciones que son inherentes a la relación contractual, de tal forma que su violación constituiría incumplimiento de la parte y daría lugar a la aplicación de los remedios que tutelan el contrato.”

de M&A es preservar la autonomía de la nueva ingeniería contractual y diferenciarla de aquellos institutos civilistas que se parezcan a ellas. Ello es necesario para evitar la aplicación de normas supletorias indeseadas y los obstáculos que imponen las normas imperativas. A continuación, haremos un breve *road map* de aquellas cláusulas estándares en las operaciones de M&A. Posteriormente, en el Capítulo III y IV realizaremos el contraste respectivo entre éstas cláusulas americanas y el derecho civilista, a efectos de explicar las manifestaciones de la cláusula MAC.

2.2.1 Due diligence

Si bien el *due diligence* no es en realidad una cláusula contractual, es una práctica estandarizada que condicionará la redacción de la ingeniería contractual. De esta manera, las cláusulas pactadas dependerán de la calidad y profundidad del *due diligence* realizado.

Teniendo en cuenta que el objeto mediato a comprar es el control societario y que la empresa -por su naturaleza compleja y volátil- impide poder determinarla de manera exhaustiva, la identificación de lo que se compra es lo más importante. Por ello, será necesario realizar una inspección de lo que se comprará con el fin de tomar una foto que permita apreciar la empresa en todos sus contornos.

A este procedimiento se le denomina *due diligence*⁵⁷, que consiste en rebuscar por todos los rincones legales, contables y financieros - entre otros- de la compañía para poder conocer lo que le suma y resta valor. En este procedimiento, la identificación de pasivos y contingencias adquiere principal relevancia. De esta manera se logra conocer el pasado, presente y futuro del target.

La identificación de tales contingencias condicionará la determinación del precio como la asignación de los riesgos. Mientras más contingencias se identifiquen, mayor será la reducción en el precio, lo cual incidirá en mayores negociaciones a efectos de determinar quién terminará asumiendo el riesgo de que ciertas contingencias se concreten y terminen ocasionando daños en perjuicio del adquirente. Debemos precisar que el *due diligence* es un

⁵⁷ EQUIPO DE DUE DILIGENCE DE GRELLAUD Y LUQUE ABOGADOS, firma miembro de KPMG International. “La due diligence legal”. En *Themis*, 59, 2011, pp. 213 y ss.; GIMENO RIBES, Miguel. *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, *Óp. Cit.*, pp. 170 y ss.

procedimiento que puede ser realizado tanto por el adquirente como el vendedor. El adquirente necesita saber qué es lo que está comprando para poder ofrecer un precio respectivo, mientras que el vendedor necesitará saber cuánto vale su compañía y cuáles son sus defectos para determinar si el precio ofrecido por el adquirente es uno atractivo o no.

La existencia y necesidad del *due diligence* se explica ante la ausencia de deberes generales de información entre las partes en el Common Law. Esto no quiere decir que las partes no estén obligadas o no tengan los incentivos para revelar información, sino que las partes tienen más derecho a quedarse calladas en el Common Law, a diferencia del Civil Law⁵⁸. Solo recordemos el principio *caveat-emptor* o “*let the buyer beware*”⁵⁹.

Si las partes no tienen por qué revelar toda la información a su contraparte, se incentivará a que las mismas sean diligentes y se informen debidamente para tener una mejor posición en las negociaciones. Lo peor que podría hacer una parte es contratar sin previamente haberse informado. En otras palabras se premia al diligente.

Esto tiene sentido cuando pensamos que las partes suele ocultar información con el objetivo de lograr mayor rentabilidad. El problema se presenta en distinguir entre aquella información que una de las partes puede ocultar para obtener un mayor beneficio –se le premia porque fue diligente y obtuvo mayor información- y aquella información que es determinante para la formación del consentimiento y que debe ser revelada de manera imperativa.

En el Common Law las partes tienen mayor margen para ocultar información, mientras que en el Civil Law las partes que lo hagan podrían ser castigadas por su mala fe. La posibilidad de anular el contrato por vicios de la voluntad como el error y el dolo confirman esta afirmación. Teniendo en cuenta dicho contexto, se entiende que las partes comerciales que someten su regulación contractual a leyes anglosajonas, se vean en la necesidad de obtener la mayor cantidad de información posible. Una alternativa es realizar un *due diligence* para conocer qué es lo que comprará el adquirente y cuáles serán los riesgos que tendrá que asumir.

⁵⁸ LIPSHAW, Jeffrey M. “Of Fine Lines, Blunt Instruments, and Half-Truths: Business Acquisition Agreement and The Right to Lie”. En *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 32, 2007, pp. 431 y ss.; CORDERO MOSS, Giuditta. “International Contracts between Common Law and Civil Law: Is Non-state Law to Be Preferred? The Difficulty to Interpret Legal Standards Such as Good Faith”. En *Global Jurist*, Vol. 7, Issue 1, Article 3, 2007, pp. 1 y ss.

⁵⁹ HAMILTON, Walton H. “The ancient maxim caveat emptor”. En *Yale Law Journal*, Vol. XL, No. 8, 1931, pp. 1133 y ss.

Dado que el *due diligence* permite que las partes conozcan sobre qué están negociando, se incentiva a las mismas a relevar información. Si el vendedor sabe que no ha pagado todos los beneficios sociales a sus trabajadores, tendrá los incentivos para informarle de tal hecho al adquirente desde que éste tendrá acceso a todos los contratos laborales y pagos realizados por la empresa objetivo. Dichos incentivos permiten reducir los costos de transacción. No solo porque las partes conocerán mejor a la empresa en menor tiempo, sino porque permitirá que ellas negocien y distribuyan los riesgos de las contingencias de manera eficiente.

Más aún, el vendedor tendrá mayores posibilidades de conseguir un precio alto si revela información que si no lo hace, porque las contingencias no reveladas que encuentre el comprador serán una excusa para castigar el precio. La estandarización del *due diligence* en las operaciones de M&A incentiva al vendedor a ser más honesto con el adquirente, lo cual se traduce en una reducción de los costos de transacción.

Desde que el adquirente tendrá acceso a información que no podría revisar de no haber mostrado su seria intención de adquirir a la empresa objetivo, el vendedor tendrá mayores incentivos para lograr un acuerdo con el comprador y con ello, suministrar mayor información, de lo contrario no tendría sentido haber expuesto la intimidad de la compañía⁶⁰. La firma de un convenio de confidencialidad no garantiza que el comprador no pueda utilizar la información que ya conoce y que pueda mantener bajo custodia.

En general, uno de los problemas de no cerrar una operación es la información que mutuamente ya ha sido compartida entre las partes⁶¹. Como señalan REISS y KAUTZ “... in negotiations, the parties are likely to have exchanged confidential strategic information like business plans and other data that can put them at a competitive disadvantage if they

⁶⁰ Respecto a los incentivos que tendrían los vendedores para cerrar la operación después del *due diligence* realizado por el comprador, véase: FORSYTH SOLARI, Albert. “Adquisiciones de empresas y activos de negocios: Un enfoque práctico”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 59, 2011, pp. 124: “Por lo general, los vendedores tienden a elegir los acuerdos pre contractuales vinculantes a fin de asegurar el cierre de la transacción en virtud a un determinado precio y condiciones, de manera que puedan evitar que la contraparte obtenga información confidencial de la empresa o sus activos en el *due diligence* que pueda perjudicar el negocio en caso de no cerrarse la venta.”

⁶¹ AAVA, Ott. “Risk Allocation Mechanisms in Merger and Acquisition Agreements”. En *Helsinki Law Review*, Vol. 2, 2010, pp. 37: “... the seller needs some guarantees that the buyer will close the deal and not walk away with the information revealed in the integrating or *due diligence* process”.

ultimately do not join forces”⁶². Precisamente, el mecanismo por excelencia por el cual las partes –en especial el vendedor- intercambian información es el *due diligence*.

Como habíamos mencionado, la realización del *due diligence* tendrá un gran impacto cuantitativo en la redacción de la ingeniería contractual que permitirá que las partes negocien y distribuyan las contingencias halladas. Dado que el *due diligence* permite identificar aquellos aspectos que le suman o puedan restar valor a la compañía objetivo, las partes asignarán dichos riesgos entre ellas a través del pacto de *reps & warranties*, *convenats*, condiciones precedentes, remedios y la cláusula MAC.

2.2.2 Representations & Warranties

Dado que es materialmente imposible recorrer todos los rincones de la compañía para encontrar las contingencias ocultas⁶³, las partes necesitan una alternativa que les permita distribuir riesgos que no pueden identificar pero que presumen que pueden existir.

Podría ocurrir que a pesar de que el comprador revise todos los aspectos laborales, no llegue a identificar que el target tiene un gran pasivo laboral derivado del no pago de beneficios sociales por varios años. Desde que el vendedor es quien mejor conoce la compañía, el comprador le exigirá que garantice en el contrato que no hay pasivos laborales.

Este suele ser uno de los aspectos más negociados por las partes, dado que el comprador tratará que el vendedor realice el mayor número de afirmaciones que garanticen la compra, mientras que el vendedor intentará asumir el menor número de riesgos. A tales afirmaciones se le conoce como *reps & warranties*. Se trata de declaraciones, predicciones o creencias que realizan ambas partes con el fin de asignar riesgos de eventos inciertos y desconocidos. Cabe mencionar que las declaraciones y garantías son afirmaciones que realiza principalmente el vendedor y que determinarán cuáles son las responsabilidades que asumirá frente al comprador.

⁶² REISS, John M. y Matthew J. KAUTZ. “The events of sept. 11 bring a new threat to successful deal conclusion into focus: The materially adverse conditions clause”. En *The Mergers & Acquisitions Advisor*, Vol. 1, Issue 11, 2001.

⁶³ FORSYTH SOLARI, Albert. “Adquisiciones de empresas y activos de negocios: Un enfoque práctico”, *Óp. Cit.*, pp. 125.

Desde este momento queremos dejar en claro que las declaraciones y garantías tienen como función estrictamente la asunción objetiva de riesgos. No importa la culpa del declarante. Si el vendedor dice que no existen pasivos laborales, no importa si se confundió o no, o si tenía o no conocimiento de tales pasivos. El vendedor responderá por el simple hecho de la materialización de los riesgos asumidos.

Por el momento –y a efectos del propósito del presente Capítulo- solo queremos enunciar de manera resumida e incompleta la utilidad de las declaraciones y garantías. Dicho dispositivo contractual será desarrollado a detalle en el Capítulo IV del presente trabajo.

2.2.3 Covenants

Los *covenants* son obligaciones de hacer o no hacer asumidas por las partes. Los *convenants* se complementan con los *reps & warranties* cuando la firma y el cierre no son simultáneos. Mientras que los primeros son obligaciones como lo entenderíamos en el Civil Law, los segundos son asunciones de riesgos que buscan otorgar cobertura frente a determinados pasivos ocultos. De esta manera, habiéndose determinado el valor de la compañía y el precio que el comprador estará dispuesto a pagar, al comprador también le interesará que ese valor se mantenga constante hasta la fecha de cierre.

Para ello, no solo necesitará de declaraciones por parte del vendedor que le garanticen que la empresa no tiene a tal fecha más contingencias que las declaradas, sino que será necesario que la empresa se obligue a determinadas acciones u omisiones que le garanticen que la empresa no bajará su valor a la fecha de cierre. Entre las obligaciones de hacer y no hacer que suelen ser estándares son la obligación de manejar la empresa como ordinariamente ha venido siendo administrada, la obligación de no vender activos importantes, recibir deuda, suministrar información financiera, entre otras.

Queremos realizar una precisión desde el principio, sin perjuicio de profundizar en su desarrollo en el Capítulo IV. Se suele pensar que los *reps & warranties* en realidad son obligaciones como cualquier otro *covenant* pactado por las partes. Sin embargo, consideramos que dicha apreciación es errada al no comprender realmente cuál es la

naturaleza, cobertura y utilidad de las declaraciones y garantías⁶⁴. Las declaraciones y garantías no son obligaciones ya que tienen como principal función asignar riesgos y garantizar la veracidad de una foto de la compañía en determinado momento (que no existan pasivos ambientales, laboral, tributarios, etc). Por ello, incluso las partes suelen pactar la actualización de los *reps & warranties* con el objetivo de actualizar la foto a un momento posterior (*bring down of reps & warranties*) como puede ser la fecha de cierre⁶⁵.

Quien asume un riesgo, responde por los daños derivados del mismo, sea por su inexactitud o falsedad. Esto es totalmente diferente a una obligación, en donde una de las partes tiene que realizar determinado comportamiento debido, a tal punto que su inejecución es susceptible de ejecución forzada.

Creemos que la confusión suele presentarse cuando se piensa que las declaraciones pueden obligar implícitamente al vendedor a realizar determinados actos o a abstenerse de realizarlos. Si el vendedor garantiza que la empresa no tiene pasivos ambientales, ello no significa que el vendedor esté *obligado* a realizar inversiones antes del cierre para evitar que dichos riesgos se concreten. Por el contrario, se encuentra *incentivado* a realizar dichas inversiones⁶⁶ dado que su responsabilidad por los daños que la materialización de pasivos ambientales pueda generar es objetiva.

Por ello, es importante diferenciar entre aquellas inversiones que el vendedor considere necesarias realizar para evitar ser responsable por la inexactitud o falsedad de las declaraciones que haya realizado –en donde dichos comportamientos no son susceptibles de

⁶⁴ PAYET PUCCIO, Juan Antonio. “Reflexiones sobre el Contrato de Compraventa de Empresa y la Responsabilidad del Vendedor.”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto. *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, 2015, pp. 98: “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.”

⁶⁵ FOX, Charles M. *Working with Contracts: What Law School Doesn't Teach You*, *Óp. Cit.*, pp. 14.

⁶⁶ Sobre los incentivos que tiene el vendedor para realizar inversiones que aseguren el cierre, véase: GILSON, Ronald y Alan SCHWARTZ. “Understanding MACs: Moral hazard in acquisitions”. En *The Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 21, No. 2, 2005, pp. 330.

ejecución forzada al no ser obligaciones- y entre aquellas obligaciones en sentido estricto en donde el vendedor debe ejecutar determinada conducta o abstenerse de realizar alguna.

Podría suceder que al momento de la fecha de firma el vendedor declare que no existen más pasivos laborales salvo los señalados en el Anexo 1. Sin embargo, dado que el vendedor conoce de la existencia de otros pasivos no declarados, empieza a cancelarlos antes de la fecha de cierre. En otras palabras, el vendedor habría asegurado un estado fáctico inexistente con el objetivo de persuadir al comprador a ofrecer un precio más alto, con la carga posterior de cancelar las deudas pendientes antes de la fecha de cierre. Nuevamente, en este caso, el aseguramiento de un estado de hecho no obliga al vendedor a realizar determinadas inversiones, sino que lo *incentiva* a hacerlo si quiere evitar que el comprador pueda alegar alguna excusa que le permita negarse a cerrar la compra.

2.2.4 **Conditions precedent**

Las *conditions precedent* o condiciones precedentes son unos de los dispositivos más importantes del contrato de adquisición de empresa cuando la firma y el cierre no son simultáneos, debido a que el comprador solo se encontrará obligado a cerrar la operación si se cumplen las condiciones pactadas.

Después de realizar el *due diligence*, el comprador tendrá una mejor idea de qué es lo que terminará adquiriendo a través de la compra de las acciones de la empresa objetivo. Al conocer de los pasivos y contingencias de la empresa, el comprador se encontrará en mejor posición para ofrecer determinado precio pues ahora conoce el valor del target. Sin embargo, dicho conocimiento se encuentra limitado hasta la fecha de firma. Entre dicha fecha y la del cierre pueden ocurrir determinados eventos que puedan afectar y deteriorar el valor de la empresa. El comprador estará interesado en cerrar la operación siempre y cuando el valor de la empresa no disminuya. Por ello, es común que las partes pacten que solo estarán obligadas a cerrar la operación si las condiciones precedentes se han cumplido al cierre, de lo contrario, cualquiera podrá negarse justificadamente a retirarse de la operación.

Estas condiciones precedentes pueden tener como objeto declaraciones y garantías, obligaciones, la ausencia de un MAC y cualquier otro pacto que las partes puedan incorporar al contrato.

A manera de ejemplo, las partes podrían pactar que una de las condiciones que deberá cumplirse antes del cierre es la veracidad de las declaraciones ambientales. En caso alguna contingencia ambiental explotara, la declaración sobre pasivos ambientales se habría incumplido. En este escenario el comprador podría negarse a cerrar la operación. Lo mismo ocurriría si se pactó como condición precedente que la empresa objetivo no vendiera determinado activo que el comprador considerase valioso. Si la empresa enajena dicho activo, el comprador podrá negarse a cerrar la compra. De la misma manera, podría pactarse la ausencia de un MAC como condición al cierre. Como explicaremos en el Capítulo III, el MAC se pacta como cubrir aquellos supuestos que las declaraciones y obligaciones no pueden cubrir.

2.2.5 Remedies

Hasta el momento hemos explicado brevemente las declaraciones y garantías, los *covenants* y las condiciones precedentes. Dichos dispositivos no solo se diferencian por la cobertura que otorgan sino también por el remedio que desencadenan.

El pacto de los remedios que cada cláusula desencadenará es importante porque suelen ser opuestos a los remedios tradicionales del Código Civil (lo cual se verá a detalle en el Capítulo III y IV). El incumplimiento de los *reps* puede desencadenar un derecho de salida o un derecho a pedir daños; el incumplimiento de los *convents* podría desencadenar un derecho de salida o un derecho a pedir daños; mientras que el incumplimiento de las condiciones precedentes solo otorga un derecho de salida. Adicionalmente, en todos aquellos casos en donde se ha pactado un derecho de salida, el mismo puede ir atado al pago de un *fee*.

En ciertas situaciones, se excluye la posibilidad de ejecutar el contrato (*specific performance*) o resolver el mismo. En principio, la regla en el derecho americano es que el deudor, al suscribir un contrato, no se obliga a cumplirlo, sino a pagar daños en caso el cumplimiento no ocurra. Los supuestos en donde los tribunales disponen la ejecución forzada suelen ser la excepción, y con mayor razón en operaciones de M&A. La regla en una adquisición es que la misma no puede estar sujeta a ejecución forzada salvo que las partes hayan incorporado en el contrato una cláusula de *specific performance*.

De la misma manera, la resolución suele ser un remedio muy costoso por los efectos que genera, entre ellos, el efecto retroactivo y restitutorio. Resolver un contrato de M&A implicaría que el comprador devuelva la empresa o desintegre una reorganización corporativa ya realizada, lo cual es muy costoso. Por ello, el pago de daños suele ser un remedio menos costoso y más eficiente⁶⁷.

Esto explica por qué, en la etapa post cierre, se suele pactar que el único remedio que podrá ejercer el comprador es el pago de daños conforme a las cláusulas de indemnidades pactadas. Sin embargo, debemos mencionar que en la doctrina del Civil Law no es claro si se puede incorporar al contrato una cláusula de “irresolubilidad” que excluya el remedio de la resolución⁶⁸. Nosotros consideramos que dicho pacto es válido porque el mismo solo genera efectos entre las partes y porque son ellas mismas las que se encuentran regulando los medios de protección que mejor se adecuan a sus intereses. Si ello es así, ningún tribunal podría disponer lo contrario (al declarar nulo el pacto) y señalar que las partes necesitan protección, cuando ellas mismas son las que han regulado remedios más sofisticados porque así lo requirieron.

Como vemos, los remedios que suelen pactarse en el contexto de una operación de M&A son diferentes a los remedios tradicionales del Código Civil. Es necesario prestar atención a las normas imperativas y supletorias que eventualmente puedan impedir que el remedio pactado pueda ejercerse. En el Capítulo IV explicaremos cómo funcionan las cláusulas de

⁶⁷ GÓMEZ POMAR, Fernando. “El incumplimiento contractual en Derecho español”. En *InDret*, Revista para el Análisis del Derecho, 2007, pp. 34: “En el caso de una compraventa de empresa, el remedio resolutorio puede ser costosísimo en la práctica, dada la complejidad de deshacer una operación de adquisición en muchas circunstancias. En ocasiones nada infrecuentes, puede ser, sin más, inviable: piénsese, por ejemplo, en el caso en que el comprador haya fusionado la empresa adquirida con otras que ya eran suyas, y se haya producido una integración productiva entre las mismas. Pero incluso aunque la vuelta atrás en la operación fuera factible, los altos costes desaconsejan, en línea de principio, que el sistema jurídico acuda al remedio resolutorio”

⁶⁸ SACCO, Rodolfo. “La resolución por incumplimiento”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, 2003, pp. 886-887: “La resolución está prevista para velar por el interés particular de los contratantes. Pero no es nada claro si ella puede ser excluida mediante pacto. Dadas dos promesas recíprocas, la cláusula de “irresolubilidad” las volvería autónomas, de modo que ellas tiendan a comportarse como si fueran dos promesas abstractas o gratuitas... Surge la duda, entonces, sobre si semejantes atribuciones patrimoniales, eventualmente gratuitas, son lícitas o están dotadas de causa suficiente... Sin pretender agotar el problema, podemos afirmar que existen graves dudas, por lo menos, en relación con la validez de una cláusula de “irresolubilidad””.

indemnidades en el derecho americano, cuáles son los obstáculos legales que normalmente suelen surgir en ordenamientos del Civil Law y cómo se superarn los mismos.

2.2.6 MAC clause

Podría ocurrir que la foto de la compañía tomada al momento de hacer el *due diligence* y que fue la usada para firmar el contrato no sea la misma al momento de cerrar la compra. Si se presentasen alteridades positivas o negativas que afectaran el valor de la empresa, las partes podrían sentarse nuevamente a negociar y ajustar el precio. Pero podría ocurrir que un evento grave termine afectando a la empresa de manera materialmente adversa hasta el punto de hacer que el comprador pierda todo interés en adquirir el target. Normalmente se suele hacer referencia a la ocurrencia de un evento material adverso que afecte a la empresa en su valor actual y en sus proyecciones.

A manera de ejemplo, la cláusula MAC pactada en el merger agreement entre Merrill Lynch & Co., Inc. y Bank of America Corporation, señalaba que un cambio materialmente adverso en Merrill ocurrirá cuando haya:

“a material adverse effect on (i) the financial condition, results of operations or business of such party and its Subsidiaries taken as a whole (provided, however, that, with respect to clause (i), a “Material Adverse Effect” shall not be deemed to include effects to the extent resulting from [...] (D) changes in global, national or regional political conditions (including acts of terrorism or war) or general business, economic or market conditions, including changes generally in prevailing interest rates, currency exchange rates, credit markets and price levels or trading volumes in the United States or foreign securities markets, in each case generally affecting the industries in which such party or its Subsidiaries operate and including changes to any previously correctly applied asset marks resulting therefrom, [...] except, with respect to clauses (A), (B) and (D), to the extent that the effects of such change are disproportionately adverse to the financial condition, results of operations or business of such party and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other companies in the industry in which such party and its Subsidiaries operate) [...]”

El desarrollo completo de la cláusula MAC se encontrará en el Capítulo III del presente trabajo.

4. Conclusiones

El presente capítulo ha tenido como objetivo explicar que la distribución de riesgos es lo más importante en las transacciones M&A, para lo cual hemos explicado el mercado de control societario y las cláusulas estándares que suelen pactarse en la adquisición de una empresa.

En virtud a lo mencionado podemos señalar las siguientes conclusiones:

- a) Al momento de contratar las partes no solo prestan atención a la prestación y contraprestación pactada, sino también a los riesgos que puedan afectar la economía subyacente al contrato.
- b) La separación entre control y propiedad es una característica típica de la propiedad privada en las corporaciones. Dicho fenómeno ha permitido la existencia de un mercado para la adquisición del control societario, el cual es demandado como cualquier otro bien sujeto a las leyes del mercado.
- c) Las adquisiciones pueden ser públicas o privadas, lo cual dependerá de la naturaleza cerrada o abierta del target.
- d) En términos corporativos, se puede adquirir una empresa sin que dicha adquisición califique como tal en términos civiles. Las operaciones de M&A pueden darse a través de compraventa de activos, compraventa de acciones, aportes de capital, fusiones, escisiones, reorganizaciones simples, LBO, MBO, entre otros.
- e) Las particularidades de las modalidades de M&A ha requerido el nacimiento de una nueva ingeniería contractual que es estándar en este tipo de operaciones y que incluye las siguientes cláusulas: (i) *reps & warranties*, (ii) *covenants*, (iii) *conditions precedent*, (iv) *remedies*, (v) *MAC clause*.
- f) El pacto de las cláusulas mencionadas estarán supeditadas a los resultados del *due diligence*, por el cual, las partes inspeccionan la empresa para conocer su pasado, presente y futuro a efectos de identificar los activos y pasivos del target.

SEGUNDA PARTE

La cláusula MAC en las operaciones de M&A





Capítulo III

La cláusula MAC como derecho de salida





La cláusula MAC como derecho de salida

1. Buscando una excusa

La cláusula MAC ha sido conocida principalmente por otorgar un derecho en favor de una de las partes para terminar o suspender la ejecución del contrato ante la ocurrencia de un hecho, evento, circunstancia, acontecimiento, cambio o efecto que produzca consecuencias materialmente adversas que afecten la operación. Antes de la crisis financiera (*credit crunch*) se habían celebrado contratos de adquisiciones que exigían a los compradores a cerrar la transacción, como contratos de préstamos que exigían a los prestamistas a desembolsar capital en favor de los prestatarios (*loan agreement*) o a seguir desembolsando las cuotas posteriores (*revolving credit agreement*). Una vez que se empezaron a sentir las consecuencias adversas del *credit crunch* en el verano americano del 2007, compradores y prestamistas empezaron a buscar alguna excusa que les permitiera justificadamente a negarse a cumplir sus compromisos contractuales⁶⁹. En este contexto, la cláusula MAC se volvió en el protagonista de disputas de alto perfil entre bancos y prestatarios como entre compradores y vendedores⁷⁰.

En primer lugar, los compradores –principalmente fondos de *private equity*- que se habían comprometido a adquirir al target –a través de una compra apalancada (*leveraged buyout*)- empezaron a alegar la ocurrencia de hechos, eventos, circunstancias, acontecimientos,

⁶⁹ BOWDER, Justin L. “The 2007 private Equity Bust: Re-contextualizing Material Adverse Change Clause in a Credit-stricken Market”. En *University of Miami Law Review*, Vol. 63, 2009, pp. 1151-1152: “In late 2007, the world’s leading private equity firms witnessed the fall of the largest leveraged buyout boom since the junk-bond hay-day of the late 1980s. Propelled by the sub-prime mortgage fallout and the broader credit crisis that followed, nearly \$45 billion worth of private equity (“PE”) sponsored buyouts were cancelled in the last six months of the year. By 2008, annual PE deal volume had plummeted from \$375 billion to \$188.7 billion worth of announced transactions. In light of the ongoing global recession, little doubt remains that “private equity’s kings have a less regal future” ahead of them. Deal cancellations –most of them unilaterally initiated by PE acquirors- have been met with an onslaught of acrimonious litigation from target corporations. Because PE sponsored transactions are principally financed through the use of debt secured by the assets of the target corporations, any constriction in the credit markets makes closing a deal ever more difficult. Where no liquidity exists in the secondary debt markets, leveraged buyouts simply cannot get done. Thus, as PE firms faced the looming credit crunch of summer 2007 many turned to escape provisions in their merger agreements.”

⁷⁰ DAVIDOFF, Steven M. *Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal and the Private Equity Implosion*. New Jersey: Wiley, 2010, pp. 47 y ss. MEHTA, Suhrud. “Material Adverse Change Clauses in Adverse Markets”. En *Milbank’s Banking Group*, octubre de 2008, pp. 1 y ss.

cambios o efectos que habrían afectado de manera materialmente adversa al target y a sus proyecciones, a tal punto de deteriorar su valor. Teniendo en cuenta tal deterioro, los adquirentes encontraron en la cláusula MAC una salida que les permitiera escapar de la transacción a bajo costo, y en consecuencia, negarse a adquirir a la empresa objetivo debido al deterioro de su valor.

De esta manera, la ausencia de un MAC era pactada como una condición precedente que tenía que cumplirse como requerimiento previo y necesario para que el adquirente recién estuviera obligado a comprar la empresa y pagar el precio pactado. Por otro lado, la ocurrencia de un MAC también sirvió como un medio de coerción en favor del comprador para exigirle al vendedor la renegociación del precio ante la caída del valor de la empresa, de lo contrario, se negaría a cerrar a la adquisición.

En segundo lugar, de manera similar los bancos también utilizaron la cláusula MAC como una condición precedente, cuya ausencia era requisito para que el banco procediera con el desembolso del capital. En este caso, los hechos, eventos, circunstancias, acontecimientos, cambios o efectos no afectaban al objeto del contrato –que en el caso de las operaciones de M&A es la empresa objetivo- sino que afectaban a la parte que se favorecería del préstamo.

En este contexto, la ocurrencia de un MAC que afectara al prestatario hacía dudar al banco de la solvencia de su deudor. El riesgo de prestarle dinero a una empresa que no tendrá recursos para devolver el capital prestado era muy alto. Además, ante las consecuencias adversas de la crisis financiera, el banco se encontraba en mejor posición si no desembolsaba capital. La cláusula MAC fue utilizada por los bancos para negarse a desembolsar la primera cuota de dinero o para seguir desembolsando las cuotas posteriores⁷¹.

⁷¹ En el caso de los financiamientos, al ser usada la cláusula MAC como un remedio que permite suspender la ejecución del contrato en favor de la parte que tiene que ejecutar primero, la misma sería equivalente al remedio contractual del Civil Law de la caducidad del plazo, por el cual, la parte que tiene que ejecutar primero tiene la posibilidad de suspender legítimamente la ejecución de su prestación en caso pruebe que la parte que debe ejecutar en segundo lugar no podrá hacerlo. Dicho remedio de fuente legal se encuentra regulado en el art. 1427° del Código Civil.

Cabe precisar que ambos institutos no son similares. La cláusula MAC podría adicionalmente otorgar el derecho a terminar el contrato de financiamiento. En cambio, la caducidad del plazo habilitaría solo la suspensión de la prestación del prestamista hasta que el prestatario ejecute su respectiva prestación o la garantice, caso en el cual, el prestamista deberá reanudar la ejecución del contrato. En el ordenamiento peruano, en virtud del art. 1427° el prestamista solo podría suspender el contrato pero no terminar el mismo, a diferencia de la cláusula MAC que sí podría otorgar al prestamista el derecho

Sin perjuicio de lo mencionado, tengamos en cuenta que la cláusula MAC como derecho de salida no solo puede ser pactada en sí misma como una condición precedente. Una de las partes podría realizar una declaración sobre la ausencia de ocurrencia de un MAC desde determinada fecha, lo cual a su vez, sería objeto de una condición precedente. La falsedad o inexactitud de la declaración haría que la condición se incumpla. Esta manifestación suele conocerse como un *MAC representation*.

Como vemos, el MAC puede ser parte de una condición precedente a través de dos manifestaciones: (i) como una cláusula general, o (ii) como objeto de una declaración.

Adicionalmente, el MAC puede ser utilizado como un calificador de la declaraciones y garantías para determinar en qué situaciones el comprador podrá alegar el incumplimiento de los *rep & warranties* y salir de la operación.

Sin embargo, el MAC no se limita a otorgar un derecho de salida. La cláusula MAC también puede incidir en los daños que eventualmente deba pagar el vendedor después del cierre ante el incumplimiento de las declaraciones y garantías.

A efectos didácticos y expositivos, es necesario realizar dos precisiones. En primer lugar, sin perjuicio de que los contratos de adquisiciones y los de financiamientos sean diferentes, observaremos que las reflexiones en torno a la cláusula MAC que puedan presentarse en los contratos de M&A serán útiles para los contratos de financiamientos y viceversa. Por ello, en ocasiones haremos referencia a ambos tipos de operaciones, sin perjuicio de enfocarnos en las operaciones de M&A. En segundo lugar, debemos tener en cuenta que los casos resueltos por la jurisprudencia americana han consistido en los intentos de salida de los compradores ante la ocurrencia de un MAC. Sin perjuicio de ello, las reflexiones de tales cortes serán útiles para estudiar las demás manifestaciones del MAC que no otorguen un derecho de salida, esto es, las que otorguen un derecho a cobrar daños.

de suspender y terminar el contrato de financiamiento ante la ocurrencia de un MAC en perjuicio del prestatario.

2. El problema de la asimetría de la información

La asimetría de la información es el principal problema que se busca corregir en las operaciones de M&A. En ellas el vendedor es quien cuenta con mayor información sobre la empresa a diferencia del comprador. Incluso en sociedades que cotizan en bolsa, existe información que no está a disposición del comprador. Peor aún, suele existir información que es desconocida por ambas partes (por ejemplo, pasivos ocultos).

Ante tal situación es necesario verificar si las partes tienen incentivos para revelar información importante que pueda afectar la transacción. Habrá que determinar si dichos incentivos existen o si es necesario crearlos. Una mala asignación de incentivos producirá que la operación sea ineficiente o que incluso no se cierre.

Los economistas creen que pueden predecir cualquier comportamiento si conocen los incentivos existentes o que pueden hacer que las personas se comporten de determinada manera si logran implementar un adecuado sistema de incentivos. Tal vez la mejor definición de economía que se haya dado hasta el momento es la propuesta por MARSHALL⁷², quien señaló que la economía se encarga de estudiar las actividades cotidianas del día a día. Antes los economistas se preocupan por aspectos macroeconómicos, y no de los pequeños detalles que suelen estudiarse en la microeconomía.

El economista actual se preocupa de los pequeños problemas que puedan tener grandes repercusiones sociales. Economistas como Steven D. LEVITT⁷³ y Tim HARFORD⁷⁴ han usado la economía para comprender por qué los terroristas siguen viviendo con sus madres, por qué las multas no incentivan a que los padres recojan a tiempo a sus hijos de la guardería, por qué las personas fingen orgasmos, por qué nadie quiere lavar los platos después del almuerzo o

⁷² Véase: MICHEL-KERJAN, Erwann y Paul SLOVIC. *The Irrational Economist. Making Decisions in a Dangerous World*. New York: PublicAffairs, 2010, pp. v.

⁷³ Steven D. LEVITT y Stephen DUBNER han logrado explicar de manera muy entretenida e inteligente el lado oculto de cómo funcionan las cosas, y en específico, de cómo los incentivos dominan el mundo. Véase: *Freakonomics. A rogue economist explores the hidden side of everything*. New York: Harper Perennial, 2009; *Superfreakonomics. Global Cooling, Patriotic Prostitutes, and Why Suicide Bombers Should Buy Life Insurance*. New York: Harper Collins, 2009; *Think Like a Freak*. New York: Harper Collins, 2014; y *When to Rob a Bank... and 131 more warped suggestions and well-intended rants*. New York: Harper Collins, 2015.

⁷⁴ Véase: *The Undercover Economist*. USA: Random House, 2007; *Dear Undercover Economist. Priceless advice on money, work, sex, kids, and life's other challenges*. Canada: Anchor Canada, 2009; y *The Undercover Economist Strikes Back*. New York: Riverhead Books, 2014.

por qué tus medias siguen desapareciendo de la secadora.

Todos los problemas mencionados han sido analizados teniendo en cuenta un modelo de comportamiento, un modelo que permite explicar cómo se comportan todas las personas. Nos referimos al modelo del hombre económico, conocido también como “*economic man*” o “*homo economicus*”. Por mucho tiempo los economistas estuvieron completamente seguros que dicho modelo era infalible y que necesariamente funcionaba en cualquier supuesto. La fe religiosa de los economistas en dicho modelo hizo que ellos sintieran que se encontraban en una torre de marfil (*ivory tower*) resistente a cualquier tipo de crítica.

Según dicho modelo: (i) las personas son seres maximizadores que siempre prefieren más a menos, (ii) siempre persiguen su propio interés, (iii) tienen preferencias estables en el tiempo, (iv) son capaces de tomar sus propias decisiones al evaluar los riesgos y beneficios de sus acciones, y (v) tienen la capacidad de tomar una adecuada decisión si tienen la información necesaria disponible⁷⁵. Según los economistas neoclásicos, si las personas se comportan teniendo en cuenta las cinco características mencionadas⁷⁶, entonces el comportamiento podrá ser predicho. Si tengo la posibilidad de elegir entre 10 soles o 12 soles, preferiré sin

⁷⁵ Para una explicación del modelo racional véase THE ECONOMIST. “Irrationality. Rethinking Thinking”. USA, 16 de diciembre 1999: “Rational behaviour was understood to have several components. At a minimum—so-called “narrow rationality”—*homo economicus* was assumed to be trying always to maximise his general “happiness”: what John Stuart Mill, a 19th-century philosopher, called “utility”. In other words, given a choice he would take the option with the highest “expected utility”. And he would be consistent in his choices: if he preferred apples to oranges, and oranges to pears, he also preferred apples to pears. In addition, there is a broader definition of rationality which includes the notion of a person's beliefs being based on logical, objective analysis of all the available evidence. Whether this is a meaningful definition continues to be the subject of much philosophical debate.

By the late 1970s, economic rationality was not only the orthodoxy, it began to effect events in the real world. Macroeconomic policy, notably in America and Britain, fell into the hands of believers in the theory of “rational expectations”. This said that, rather than forming expectations on the basis of limited information drawn from previous experience, people take into account all available information. This includes making an accurate assessment of government policy. Thus, when governments announced that they would do whatever was necessary to bring down inflation, people would adjust their expectations accordingly.

In the same way, Wall Street investment firms, too, increasingly fell under the spell of the “efficient markets hypothesis”, an economic theory that assumes that the prices of financial assets such as shares and bonds are rationally based on all available information. Even if there are many stupid investors, went the theory, they would be driven out of the market by rational investors who could profit by trading against the investments of the foolish.”

⁷⁶ Debemos precisar que dichas características no agotan al hombre económico, sino que representan las principales que suelen mencionarse en la literatura económica.

lugar a dudas los 12 soles. Y si tengo la posibilidad de elegir entre 10 soles hoy o 10 soles mañana, no tendría sentido esperar hasta mañana si puedo recibir los 10 soles hoy. Si soy un consumidor informado podré tomar la decisión más beneficiosa para mis intereses, a diferencia del consumidor que no tiene información disponible. Si tengo la posibilidad de dividir una torta entre dos personas, lo más probable es que elija la porción más grande para mí. Lo importante es que tenga la libertad de elegir por mí mismo, dado que tengo las capacidades de evaluar los costos y beneficios de mis decisiones.

Teniendo en cuenta lo mencionado, ¿no resulta fácil predecir cómo se comportarán las personas y cómo las mismas reaccionarán a los incentivos? Por ello, los economistas creían que desde sus escritorios podrían predecir cualquier comportamiento y con ello solucionar los problemas que los inquietaban. De allí que se hablara en su momento de los economistas de escritorio (*armchair economist*).

Uno de los mejores ejemplos que explica cómo funcionan los incentivos es el desarrollado por AYRES y LEVITT⁷⁷. Los autores quisieron evaluar el impacto del LoJack en la reducción de los robos de autos. El LoJack es un dispositivo que se instala en los carros, que va oculto y que permite rastrear los mismos después de que sean robados. Con esto, la policía puede recuperar el auto con facilidad. Otro dispositivo usado es “the Club”, que es un palo de metal que va enganchado al timón. Ambos dispositivos fueron creados para reducir los robos. ¿Cuáles fueron los resultados? Todo dependió de los incentivos que creaban ambos dispositivos.

Cuando los ladrones miraban los carros que pretendían robar, podían identificar rápidamente qué carros estaban usando el palo de metal. Esto no hacía que ellos dejaran de robar, sino que fueran a otros barrios donde “the Club” no era usado. De esta manera se producía un efecto redistributivo del robo: se dejaba de robar en un lugar para robar en otro. Por el contrario, el LoJack no podía ser identificado por los ladrones: tenían que robar el carro y correr el riesgo de que la policía los pueda rastrear con facilidad. En este caso, el LoJack sí redujo los índices de robo. En un primer caso, “the Club” solo generó efectos redistributivos y no desincentivó los robos, mientras que en un segundo caso, el LoJack sí logró la reducción del crimen al

⁷⁷ AYRES, Ian y Steven D. LEVITT. “Measuring Positive Externalities from Unobservable Victim Precaution: An Empirical Analysis of Lojack”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 1, 1998, pp. 43 y ss.

crear los incentivos adecuados.

Sin perjuicio de que las personas sean principalmente racionales según los postulados neoclásicos, los economistas han reconocido que la optimización individual es tanto favorable como perjudicial para la sociedad. Cuando es favorable, no hay nada más que decir. Pero cuando es desfavorable, es importante reconocer dicha falla para corregirla a través de la misma economía. Uno de los ejemplos más conocidos es la tragedia de los comunes, en donde todos quieren hacerse de los beneficios pero nadie de los costos. Esto explica desde el tráfico automovilístico hasta la contaminación ambiental⁷⁸.

Precisamente, otra de las fallas identificadas producto de la racionalidad es la asimetría de la información. La mejor explicación a tal fenómeno la propuso George AKERLOF, Premio Nobel de Economía en el 2001, cuando explicó el problema de la selección adversa producto de la falta de información: los sujetos buscan optar por la opción beneficiosa pero paradójicamente terminan optando por la que es perjudicial. Esto se explica en el caso del mercado de carros usados⁷⁹.

Cuando vamos a comprar un carro usado, puede ser que compremos una joya (porque el carro está casi nuevo y a bajo precio), pero también puede ser que compremos un carro que realmente esté en mal estado (por eso se vende a bajo precio). Debido a la asimetría de la información, no sabemos cuál es el vendedor de la joya y cuál el del carro malogrado. Claramente, el vendedor de los carros en mal estado tiene todos los incentivos para no revelar información con el fin de obtener la mayor ganancia posible.

Debido a que los compradores no manejan esa información, decidirán por castigar el precio pagando menos. Esto es racional. Pero ello puede producir que los vendedores de carros

⁷⁸ A manera de ejemplo, pensemos en nuestra querida capital. En marzo del 2014, la Encuesta Lima Cómo Vamos señaló cuáles eran los problemas ambientales más relevantes: la congestión vehicular (74%) y la falta de áreas verdes y árboles (40,9%), el nivel de ruido en las calles (35,4%) y el sistema de recojo de la basura (27,2%). Véase: LA REPÚBLICA. “Lima: Congestión vehicular es su mayor problema ambiental”. Lima, 25 de marzo de 2014. Como Lima no quiso quedarse atrás, a inicios de mayo del mismo año fue premiada por la Organización Mundial de la Salud como la ciudad más contaminada de Latinoamérica por sus índices de contaminación en el aire. Véase: EL COMERCIO. “Lima es la ciudad más contaminada de Latinoamérica”. Lima, 07 de mayo de 2014. Realmente somos verdaderos individuos optimizadores, pero a su vez grandes generadores de externalidades que afectan a toda la sociedad.

⁷⁹ AKERLOF, George. “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 1970, pp. 488 y ss.

usados en buen estado salgan del mercado al no encontrar buenos precios por sus carros (porque ya no les resultaría rentable), lo que paradójicamente aumenta las probabilidades de que el comprador termine adquiriendo los únicos carros que queden a la venta, esto es, los que están en mal estado.

Ante el castigo del precio por parte del consumidor debido a la falta de información, el vendedor del carro en buen estado no venderá su joya, lo cual es consecuente con su afán optimizador, mientras que el vendedor del carro en mal estado guardará la información con el fin de vender su carro a un buen precio como si se tratase de uno en buen estado, lo cual también es racional. En conclusión, el consumidor terminará cayendo en una selección adversa al comprar el carro en mal estado, llegando finalmente a una situación ineficiente.

Por otro lado, la asimetría de la información también da lugar al oportunismo. Las personas oportunistas son aquellas que intentan extraer un mayor valor de su contraparte de manera indebida o de hacerse de mayores beneficios de los que les corresponderían. Esta situación suele ocurrir en la contratación estandarizada⁸⁰. Pensemos en el supuesto en donde el consumidor recibe un producto idóneo y sin defectos, pero que luego de haberlo usado de manera indebida reclama al proveedor que el mismo es defectuoso, y en consecuencia, pide el reembolso de su dinero. Si el proveedor no tiene cómo identificar si el consumidor es uno oportunista o no, deberá asumir el costo del reembolso pues su reputación en el mercado podría verse afectada. En este caso, la optimización individual y la falta de información tampoco nos llevan a buenos resultados⁸¹.

⁸⁰ ESCOBAR ROZAS, Freddy. “Entendiendo el mercado: La contratación estandarizada como forma de mitigar los problemas de insatisfacción y de selección adversa”. En SÚMAR, Oscar (editor). *Ensayos sobre protección al consumidor en el Perú*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico, 2011, pp. 270.

⁸¹ Veamos también el siguiente ejemplo: todos sabemos que si vamos a un hotel tenemos una hora para el *check out*. Si nos quedamos más tiempo en el cuarto del hotel tendremos que pagar un monto adicional, sea por penalidad u otro concepto. Un consumidor podría quedarse en el hotel más tiempo de lo debido y alegar que no pudo salir a tiempo porque la comida servida en el mismo hotel le cayó mal o porque la ducha no funcionaba, entre otras excusas. Si se tratase de un consumidor honesto, las causales alegadas serían razonablemente atendidas por el hotel y seguramente no le cargaría un monto adicional al consumidor como penalidad. Pero si se tratase de un consumidor deshonesto, el hotel debería aplicar una penalidad con el fin de desincentivar comportamientos oportunistas. El problema se presenta cuando los proveedores no cuentan con los mecanismos necesarios para poder distinguir a los consumidores honestos de los oportunistas ante la falta de información. Véase: BEBCHUK, Lucian A. y POSNER, Richard A. “One-sided contracts in competitive consumer markets”. En *John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 270*, The University of Chicago, 2005, pp. 9-10. Si el hotel tiene que asumir mayores costos debido al oportunismo de algunos consumidores, no le quedará otra opción

En las operaciones de M&A existe un gran problema de asimetría de información. El comprador posee menos información que el vendedor, y el vendedor puede verse tentado a ocultar información para obtener un mayor precio. Ante tal situación será necesario crear los incentivos necesarios para que los vendedores revelen información que sea determinante para el cierre de la operación. Dichos incentivos suelen alinearse a través de las cláusulas contractuales.

Sin embargo, existe un problema aún más grave: existe información que no es conocida por ninguna de las partes. Podría ocurrir que como resultado de las negociaciones, el comprador haya realizado un buen *due diligence* y el vendedor haya revelado toda la información que tuvo disponible dado que tuvo los incentivos para hacerlo. A pesar de ello, podrían devenir hechos desconocidos por las partes que terminen afectando gravemente a la operación y las ganancias esperadas. Sin perjuicio de lo mencionado, se suele considerar que el vendedor es quien se encuentra en mejor posición para que pueda anticipar razonablemente la ocurrencia de algún pasivo oculto.

En tal contexto, las partes redactarán cláusulas que permitan distribuir los riesgos derivados de la adquisición, principalmente, aquellos riesgos que ninguna parte puede anticipar. Una vez más, lo más importante en las operaciones de M&A es la distribución de riesgos (*risk allocation*)⁸². Entre las cláusulas utilizadas para tal fin se encuentran la cláusula MAC y las declaraciones y garantías. En el presente trabajo explicaremos cómo el pacto de dichas cláusulas permite el flujo de información necesaria para que las partes puedan cerrar la operación en términos eficientes.

que elevar los precios, de manera que dichos mayores costos -producidos por los consumidores oportunistas- terminarán siendo asumidos por los consumidores honestos. Recordemos que los problemas de los proveedores son los problemas de los consumidores. Véase: ESCOBAR Rozas, Freddy. “Entendiendo el mercado: La contratación estandarizada como forma de mitigar los problemas de insatisfacción y de selección adversa”, *Óp. Cit.*, pp. 278.

⁸² AAVA, Ott. “Risk Allocation Mechanisms in Merger and Acquisition Agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 33 y ss.; MACIAS, Antonio J. “Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MAC’s) Clauses”. En *Krannert Graduate School of Management Purdue University*, Working Paper, 2009, pp. 12 y ss. y “Risk Allocation in Acquisitions: The Uses and Values of MAE-Exclusions”. En *Texas Christian University*, Working Paper, 2011, pp. 1 y ss.; DAVIDOFF, Steven M. “The MAC is Back, but Does it Kill a Deal”. En *DealBook*, The New York Times, 23 de Agosto de 2011.

3. La cláusula MAC como derecho de salida

En el presente capítulo desarrollaremos la manifestación del MAC como derecho de salida al ser objeto de una condición precedente al cierre. En primer lugar, explicaremos en qué consisten los *exist rights* en el derecho corporativo y cómo la cláusula MAC es una especie de tal categoría. En segundo lugar, desarrollaremos en qué consiste la cláusula MAC como un derecho a terminar el contrato.

Para comprender a cabalidad el derecho a terminar el contrato ante la ocurrencia de un MAC nos enfocaremos en lo siguiente: (i) la definición del MAC, (ii) la naturaleza jurídica de las *conditions precedent*, (iii) la ausencia de un MAC como objeto de una condición precedente, con especial atención en la jurisprudencia de la Corte de Delaware, (iv) habiendo revisado doctrina y jurisprudencia al respecto, expondremos nuestra teoría sobre qué es la cláusula MAC, (v) explicaremos la naturaleza jurídica del *termination*, y finalmente (vi) explicaremos por qué el MAC no puede subsumirse en instituciones civilistas preexistentes, como la imposibilidad sobrevenida total o parcial de la prestación, la excesiva onerosidad de la prestación y la frustración de la causa.

3.1 Los *exit rights* en el Derecho Corporativo

El derecho corporativo se encarga de las corporaciones y de cómo éstas son usadas por los comerciantes para realizar todo tipo de negocios. Uno de los principales fenómenos de las corporaciones modernas es la inversión en capital. Los inversionistas inyectan capital en las empresas a cambio de acciones. Dichas acciones otorgan a sus tenedores (*holders*) el estatus de accionista y todos los derechos económicos y políticos que ello implica. El principal incentivo que arrastra a los inversionistas a invertir capital es la expectativa de retorno de una ganancia mayor al monto inicialmente invertido. Los accionistas podrían esperar que la empresa arroje utilidades y decida repartir dividendos⁸³, podrían vender su participación social en el mercado secundario o podrían esperar por el haber neto resultante.

⁸³ Sobre el reparto de utilidades en las sociedades anónimas, véase a: HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis. “Consideraciones sobre el reparto de utilidades en las sociedades anónimas”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 46, 2003, pp. 108: “Cuando nos referimos al derecho a las utilidades en materia societaria, debemos tener en claro, para evitar confusiones, la diferencia existente entre el derecho abstracto a las utilidades y el derecho de crédito al dividendo... ese derecho potencial sólo será materializado si, entre otras condiciones, al menos se cumple una fundamental, a saber: que la sociedad

Definitivamente, uno de los aspectos más atractivos para los inversionistas será la liquidez de su inversión. Mientras mayor liquidez tenga las acciones de la empresa, más atractivo será la compra de dichas acciones. Si el accionista tiene la oportunidad y facilidad de vender sus acciones, lo hará siempre y cuando ello le resulte rentable. Habiendo realizado la venta y recuperado su inversión, podrá decidir en invertir dicho dinero en otra compañía que también tenga liquidez. De esta manera, la liquidez favorece el flujo de capital en favor de las compañías.

Teniendo esto en cuenta, podemos identificar situaciones de inversión y situaciones de desinversión. En primer lugar, en el contexto que una empresa requiera capital (situaciones de inversión), podrían suceder diversos acontecimientos que desincentiven a los inversionistas a efectuar dicha inversión (piénsese en las empresas de *private equity*), a continuar con los desembolsos pactados (como en un *revolving credit agreement*) o a mantener la inversión ya realizada (en el caso de los accionistas de una empresa). En segundo lugar, y por el contrario, podrían presentarse situaciones de desinversión, sea porque un socio quiere salir de la sociedad y recuperar su inversión, o porque se quiere sacar a determinado socio comprando su salida.

Para los casos de desinversión, serán necesarios mecanismos efectivos –más allá de la libre transferibilidad y liquidez de las acciones- que hagan posible la salida de aquél que quiere salir o de aquél que se quiere sacar de la compañía.

Existen diversas disposiciones contractuales que en última instancia permiten que los inversionistas dejen de ser accionistas o se fuerce a alguien a dejar de serlo, y en ambos casos, se recupere la inversión realizada. Estas disposiciones contractuales son conocidas como *exit rights* o derechos de salida, que otorgan el derecho a desvincularse o forzar la desvinculación de una inversión. Dada la capitalización de las sociedades modernas a través de las

arroje utilidades. Asimismo, en caso la sociedad arroje utilidades, en principio y en virtud del derecho abstracto a las utilidades, los accionistas no tendrán un acceso inmediato a las mismas... En principio y como regla general, el derecho de crédito al dividendo surge como resultado de un acuerdo de junta general de accionistas en el que, cumpliendo ciertos requisitos que analizaremos más adelante, se decide distribuir la utilidad generada. En efecto, es la junta general de accionistas la que conforme a nuestra LGS tiene la facultad de pronunciarse sobre la aplicación de las utilidades, según lo señala el inciso 2 del artículo 114 de la LGS. El dividendo es, entonces, la utilidad que se distribuye o va a distribuirse.”

inversiones en capital, la importancia de los *exit rights* en el derecho corporativo es indudable.

Podría suceder que Gabriel no esté de acuerdo con una reorganización societaria aprobada por la mayoría, y en consecuencia, ya no le resulte atractivo permanecer en la sociedad (derecho de separación⁸⁴). También podría estar en contra de la salida de determinado accionista a través de la venta de sus acciones, de manera que si dicho accionista vende, Gabriel también querrá vender sus acciones (*tag alone*⁸⁵). También podría suceder que Gabriel haya recibido una buena oferta de compra pero por un número de acciones mayor al que posee, y por ende, sea necesario una solución que le permita exigir a otros colegas a vender sus acciones (*drag alone*⁸⁶). De la misma manera, podría tener interés en contar con la prerrogativa de poder vender sus acciones cuando lo desee a cierto socio (*put option*) o de poder comprar la salida de otro mediante la compra de sus acciones (*call option*), como también podría pensar en algún mecanismo de resolución de conflictos que le permita lograr la salida de algún socio en caso no puedan ponerse de acuerdo (*shotgun clause*⁸⁷). Finalmente, Gabriel podría pactar una cláusula que le habilite excusarse de realizar una inversión prometida al negarse a adquirir la empresa objetivo -en un contrato de adquisición- o al negarse a desembolsar o seguir desembolsando capital -en un contrato de financiamiento- ante la ocurrencia de un cambio material adverso (*material adverse change*).

⁸⁴ Recomendamos la revisión del siguiente debate en torno a la regulación del derecho de separación en el artículo 200° de la Ley General de Sociedades: OLAECHEA, Manuel Pablo. “La desaparición del derecho de separación del accionista minoritario en la nueva ley general de sociedades”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 41, 2000, pp. 267 y ss; y SALAS SÁNCHEZ, Julio. “¿Ha desaparecido el derecho de separación del accionista en la ley general de sociedades?”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 42, 2001, pp. 241 y ss.

⁸⁵ THE CORPORATION LAW COMMITTEE OF THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK. “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions”. En *The Business Lawyer*, Vol. 65, 2010, pp. 1185; BENNEDSEN, Morten; MEISNER NIELSEN, Kasper y Thomas VESTER NIELSEN. “Private contracting and corporate governance: Evidence from the provision of tag-along rights in Brazil”. En *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, 2012, pp. 904 y ss.

⁸⁶ MAY, Markus. “Shareholder Drag-Along Rights in Illinois”. En *Illinois Bar Journal*, Vol. 100, 2012, pp. 321 y ss.

⁸⁷ BROOKS, Richard R. W.; LANDEO, Claudia M. y Kathryn E. SPIER. “Trigger Happy or Gun Shy? Dissolving Common-Value Partnerships with Texas Shootouts”. En *Harvard Law School*, Discussion Paper No. 630, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, 2009, pp. 2 y ss.; FRUTOS, María Ángeles de y Thomas KITSTEINER. “Efficient Partnership Dissolution under Buy-Sell Clauses”. En *Universidad Carlos III de Madrid*, Working Paper 07-28, 2006, pp. 1 y ss.

Todos los derechos pactados consisten en derechos de salida que permiten la desinversión voluntaria o involuntaria⁸⁸. Entre ellos está la cláusula MAC cuando es pactada como una condición precedente para el cierre de la operación. Estamos ante la cláusula MAC como un derecho de salida que habilita al comprador a negarse a realizar determinada inversión -que se hubiera materializado con la compra de la empresa objetivo- ante la ocurrencia de cambios o efectos materialmente adversos.

3.2 La cláusula MAC como un derecho a terminar el contrato

La cláusula MAC es un derecho de salida que otorga al comprador –aunque también puede pactarse en favor del vendedor- el derecho a terminar el contrato. Dicho derecho surge ante la ocurrencia –entre la fecha de firma y la fecha de cierre- de un hecho, evento, circunstancia, acontecimiento, efecto o cambio que afecta de manera materialmente adversa a la compañía objetivo, lo cual se materializa en el deterioro del valor de la misma. La ausencia de la ocurrencia de un MAC es pactada como una condición precedente al cierre⁸⁹.

Debemos hacer una precisión importante. Existen tres manifestaciones del MAC que otorgan un derecho de salida: (i) cuando una condición precedente tiene como objeto la ausencia de un MAC, (ii) cuando una condición precedente tiene como objeto una declaración que su vez tiene como objeto la ausencia de un MAC (*MAC representation*), y (iii) cuando las declaraciones se encuentran calificadas con un MAC. Si bien a primera vista podría pensarse

⁸⁸ Cabe señalar que solo hemos mencionado algunos ejemplos del gran número de dispositivos de salida que existen en el derecho corporativo.

⁸⁹ MILLER, Robert T. “The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements”. En *William and Mary Law Review*, Vol. 50, 2009, pp. 2012; GILSON, Ronald y Alan SCHWARTZ. “Understanding MACs: Moral hazard in acquisitions”, *Óp. Cit.*, pp. 333; CHOI, Albert y George TRIANTIS. “Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 119, 2010, pp. 863; TALLEY, Eric L. “On uncertainty, ambiguity and contractual conditions”. En *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 34, 2009 pp. 756; ELKEN, Andrew C. “Rethinking the material adverse change clause in merger and acquisition agreements: Should the United States consider the British model?” En *Southern California Law Review*, Vol. 82:291, 2009, pp. 292; GILI SALDAÑA, Marian. “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”. En *InDret*, Revista para el Análisis del Derecho, 2013 pp. 5; MACIAS, Antonio J. “Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MAC’s) Clauses”, *Óp. Cit.*, pp. 1; MACIAS, Antonio J. “Risk Allocation in Acquisitions: The Uses and Values of MAE-Exclusions”, *Óp. Cit.*, pp. 1; SCHWARTZ, Andrew A. “A standard clause analysis of the frustration doctrine and the material adverse change clause”. En *UCLA Law Review*, Vo. 57, 2010, pp. 791; AAVA, Ott. “Risk Allocation Mechanisms in Merger and Acquisition Agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 37-38.

que la primera y segunda manifestación funcionarían igual (ambas otorgan un derecho de salida), explicaremos –en el Capítulo IV- un par de diferencias que consideramos fundamentales.

En el presente capítulo nos enfocaremos en la condición precedente que tiene como objeto la ausencia de un MAC. Sin perjuicio de ello, las reflexiones usadas en este capítulo serán aplicables al MAC *representation*, el cual será analizado a detalle en el siguiente capítulo. Por ello, cuando nos refiramos en el presente capítulo al MAC como derecho de salida, estaremos refiriéndonos al MAC en sí mismo como condición precedente, salvo mención expresa en contrario.

3.2.1 La definición del MAC

“Ambiguity is the contract lawyer’s enemy”⁹⁰. Los abogados transaccionales (*dealmakers*) tienen la difícil labor de asegurarse que el contrato diga lo que realmente las partes quisieron decir, y que siga diciendo lo mismo independientemente de quien lea el contrato. FOX señalaba que “... the goal of a contract is to describe *with precision* the substance of the meeting of two minds, in language that will be interpreted by each subsequent reader *in exactly the same way*”⁹¹.

Debido a que los contratos se redactan en base a palabras, es complicado limitar la interpretación de las oraciones a un solo significado. A ROUSSEAU se le criticaba que sus escritos no eran claros y que no se dejaba comprender, ante lo cual, el autor francés señalaba que podría adjuntar a sus escritos un diccionario en donde se explicase todos los términos usados para expresar sus ideas. Sin embargo, ello no era práctico: desde que el diccionario también se encuentra elaborado con palabras, tendría que hacer otro diccionario para el diccionario y así infinitamente.

⁹⁰ FOX, Charles M. *Working with Contracts: What Law School Doesn't Teach You*, Óp. Cit., pp. 4.

⁹¹ *Ibidem*.

Actualmente no quedan dudas de que la conocida frase *in claris non fit interpretatio* está virtualmente desfasada de la realidad⁹², de lo cual, los abogados encargados de negociar y redactar contratos comerciales están especialmente advertidos. Es esta realidad lo que hace necesario la inclusión de una sección destinada a las “Definiciones” de los principales términos del contrato. Dichas “Definiciones” podrán encontrarse en el mismo cuerpo de la cláusula correspondiente como en una sección aparte, el cual suele encontrarse al inicio o al final del respectivo contrato (personalmente, preferimos que el listado de definiciones se encuentre al principio).

El primer paso para pactar una cláusula MAC –sea como una condición precedente, como un MAC *representation* o como un calificador- es definir qué se deberá entender como un “cambio material adverso” o “*material adverse change*”.

Antes de señalar qué se suele entender por cambio material adverso, debemos realizar una precisión importante. En la experiencia americana se suele hacer referencia a un “cambio material adverso” como a un “efecto material adverso” o “*material adverse effect*” (MAE). Sin perjuicio de que existen autores que diferencian entre un MAC y un MAE⁹³ (no es lo mismo hablar de “efecto” que de “cambio”), dichos términos suelen ser usados de manera indistinta en la literatura americana, prefiriéndose usar el término MAC como comprensivo también de MAE. Dicha opción resulta curiosa dado que en los contratos de M&A se suele hablar de MAE y no de MAC (como veremos a continuación). A pesar de que los autores han analizado estos contratos (que contienen una definición de MAE), se prefiere usar el término MAC al momento de explicar dicha cláusula⁹⁴. Creemos que ello se debe a que la cláusula ha sido difundida y conocida como MAC, y dado que los abogados suelen ser tradicionalistas, se ha seguido usando MAC en vez de MAE.

⁹² DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando. “La muerte del legislador”. ID. *Pensando Insolentemente: tres perspectivas académicas sobre el derecho seguidas de otras insolencias jurídicas*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, pp. 29 y ss.

⁹³ Por ejemplo, se habla de “Cambio Sustancialmente Adverso” y “Efecto Sustancialmente Adverso”. Véase: MOLINA REY DE CASTRO, Fernando. “Las cláusulas MAC en financiamientos y adquisiciones”, *Óp. Cit.*, pp. 127.

⁹⁴ DAVIDOFF, Steven M. “The Big MAC”. En *DealBook*, The New York Times, 10 de marzo de 2008: “A MAC (also called a material adverse event/effect, or MAE).”

Consideramos que hablar de MAC o MAE indistintamente no genera ningún inconveniente ya que dicha diferencia puede superarse a través de una definición precisa. Si se define un MAC o MAE como un “cambio o efecto material adverso”, no será necesario diferenciar entre ambas cláusulas (salvo que la naturaleza de la operación lo requiera y así lo redacten las partes en el contrato). En efecto, las definiciones de MAE suelen incluir la referencia a “efectos y cambios”. Por ejemplo, en el contrato suscrito entre Javelin Pharmaceuticals y Hospira se detalló dentro de la misma definición del MAE (Material Adverse Effect) que por “Effect” se entendía cualquier “effect, event, occurrence, development or change”.

Adicionalmente, consideramos que lo importante es determinar cuándo ha sucedido el cambio (o evento) que se considera como materialmente adverso, y no hablar del efecto, lo cual recién ocurre en un momento posterior. Como ha ocurrido en los casos de MAC *claims*, el MAC mismo ha sido alegado ante la ocurrencia de acontecimientos –y no efectos- lo cual tiene sentido cuando se habla de cambios. Los compradores no suelen esperar a la ocurrencia del efecto, sino que reaccionan ante algún cambio que consideran materialmente adverso. De ahí que se haya señalado que es mejor usar MAC en vez de MAE⁹⁵.

Incluso, como veremos a continuación, cuando se definen las excepciones al ámbito de aplicación del MAC se habla de “changes”. Por ello, para uniformizar la exposición tiene sentido hablar de MAC y no de MAE.

Por ello, en el presente trabajo no se diferenciará entre MAE y MAC, y se usará –como se ha venido usando- el MAC como comprensivo del MAE⁹⁶, desde que la definición de uno incluye al otro.

⁹⁵ ADAMS, Kenneth A. “Understanding “Material Adverse Change” Provisions”. En *M&A Lawyer*, Vol. 10, No. 6, 2006, pp. 5: “The defined term “Material Adverse Effect” (referred to here as “MAE”) is used as an alternative to the defined term MAC. MAC works better than MAE in absolute provisions, since it sounds a little odd to refer to an *effect*, as opposed to a *change* not having occurred since a given date. And in all other contexts, MAC works as well as MAE. Consequently, MAC is the better term to use.”

⁹⁶ En algunos casos se ha preferido usar el término “MAC/MAE”. Véase: TALLEY, Eric L. “On uncertainty, ambiguity and contractual conditions”, *Óp. Cit.*, pp. 755 y ss.; TALLEY, Eric L. y Drew O’Kane. “The Measure of a MAC: A Machine-Learning Protocol for Analyzing *Force Majeure* Clauses in M&A Agreements”. En *Stanford Law School*, Law and Economics Seminar, 2011, pp. 1 y ss. En otros casos algunos autores prefirieron emplear el MAE en lugar de MAC en el contexto de operaciones de M&A (sin perjuicio de que en el fondo estén hablando de lo mismo). Véase: MACIAS, Antonio J. “Risk Allocation in Acquisitions: The Uses and Values of MAE-Exclusions”, *Óp. Cit.*, pp.

Para entender qué suele ser definido como un MAC no hay mejor fuente que acudir a los usos y costumbres que gobiernan los contratos de adquisiciones. La definición del MAE pactada en el merger agreement entre Merrill Lynch & Co., Inc. y Bank of America Corporation, señalaba que ocurriría un MAE en Merrill cuando:

“As used in this Agreement, the term “Material Adverse Effect” means, with respect to Parent or Company, as the case may be, a material adverse effect on (i) the financial condition, results of operations or business of such party and its Subsidiaries taken as a whole (provided, however, that, with respect to clause (i), a “Material Adverse Effect” shall not be deemed to include effects to the extent resulting from (A) changes, after the date hereof, in GAAP or regulatory accounting requirements applicable generally to companies in the industries in which such party and its Subsidiaries operate, (B) changes, after the date hereof, in laws, rules, regulations or the interpretation of laws, rules or regulations by Governmental Authorities of general applicability to companies in the industries in which such party and its Subsidiaries operate, (C) actions or omissions taken with the prior written consent of the other party or expressly required by this Agreement, (D) changes in global, national or regional political conditions (including acts of terrorism or war) or general business, economic or market conditions, including changes generally in prevailing interest rates, currency exchange rates, credit markets and price levels or trading volumes in the United States or foreign securities markets, in each case generally affecting the industries in which such party or its Subsidiaries operate and including changes to any previously correctly applied asset marks resulting therefrom, (E) the execution of this Agreement or the public disclosure of this Agreement or the transactions contemplated hereby, including acts of competitors or losses of employees to the extent resulting therefrom, (F) failure, in and of itself, to meet earnings projections, but not including any underlying causes thereof or (G) changes in the trading price of a party’s common stock, in and of itself, but not including any underlying causes, except, with respect to clauses (A), (B) and (D), to the extent that the effects of such change are disproportionately adverse to the financial condition, results of operations or business of such party and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other companies in the industry in which such party and its Subsidiaries operate) or (ii) the ability of such party to timely consummate the transactions contemplated by this Agreement”.

En la “Section 1.01. Definitions” del Agreement and Plan of Merger suscrito entre SLM Corporation, Mustand Holding Company Inc. y Mustang Merger Sub, Inc., se pactó que un MAC consistía en lo siguiente:

“**Material Adverse Effect**” means a material adverse effect on the financial condition, business, or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, except to the extent any such effect results from: (a) changes in GAAP or changes in

1 y ss.; SOMOGIE, Nathan. “Failure of a basic assumption: The emerging standard for excuse under MAE provisions”. En *Michigan Law Review*, Vol. 108, 2009, pp. 81 y ss.

regulatory accounting requirements applicable to any industry in which the Company or any of its Subsidiaries operate; (b) changes in Applicable Law (*provided* that, for purposes of this definition, “changes in Applicable Law” shall not include any changes in Applicable Law relating specifically to the education finance industry that are in the aggregate more adverse to the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, than the legislative and budget proposals described under the heading “Recent Developments” in the Company 10-K, in each case in the form proposed publicly as of the date of the Company 10-K) or interpretations thereof by any Governmental Authority; (c) changes in global, national or regional political conditions (including the outbreak of war or acts of terrorism) or in general economic, business, regulatory, political or market conditions or in national or global financial markets; *provided* that such changes do not disproportionately affect the Company relative to similarly sized financial services companies and *provided* that this exception shall not include changes excluded from clause (b) of this definition pursuant to the proviso contained therein; (d) any proposed law, rule or regulation, or any proposed amendment to any existing law, rule or regulation, in each case affecting the Company or any of its Subsidiaries and not enacted into law prior to the Closing Date; (e) changes affecting the financial services industry generally; *provided* that such changes do not disproportionately affect the Company relative to similarly sized financial services companies and *provided* that this exception shall not include changes excluded from clause (b) of this definition pursuant to the proviso contained therein; (f) public disclosure of this Agreement or the transactions contemplated hereby, including the initiation of litigation by any Person with respect to this Agreement; (g) any change in the debt ratings of the Company or any debt securities of the Company or any of its Subsidiaries in and of itself (it being agreed that this exception does not cover the underlying reason for such change, except to the extent such reason is within the scope of any other exception within this definition); (h) any actions taken (or omitted to be taken) at the written request of Parent; or (i) any action taken by the Company, or which the Company causes to be taken by any of its Subsidiaries, in each case which is required pursuant to this Agreement.”

En la “Section 10.1 Certain Definitions” del Agreement and Plan of Merger suscrito entre Auto Acquisition Company, LLC, Auto Mergersub, Inc. y The Pep Boys – Manny, Moe & Jack, se pactó como definición de un MAE lo siguiente:

“(d) “**Company Material Adverse Effect**” means any fact, circumstance, event, change, effect, violation or occurrence that, individually or in the aggregate with all other facts, circumstances, events, changes, effects, violations or occurrences, (a) has or would be reasonably expected to have a material adverse effect on the business, financial condition, assets, liabilities or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, or (b) prevents the ability of the Company to consummate the Merger or materially adversely effects the Company’s ability to perform its material obligations under this Agreement; *provided, however*, that in the case of clause (a) only, none of the following, and no effect arising out of or resulting from the following, shall be deemed to be a Company Material Adverse Effect: (i) changes in general economic, financial

market or geopolitical conditions, except to the extent such changes have a materially disproportionate adverse effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, relative to other comparable companies, (ii) general changes or developments in any of the industries in which the Company or its Subsidiaries operate, except to the extent such changes or developments have a materially disproportionate adverse effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, relative to other comparable companies, (iii) the announcement of this Agreement and the transactions contemplated hereby, including any termination of, reduction in or similar materially negative impact on relationships, contractual or otherwise, with any material customers, suppliers, distributors, partners or employees of the Company and its Subsidiaries due to the announcement of this Agreement or the identity of the parties to this Agreement, or compliance with the covenants set forth herein, (iv) changes in any applicable Laws or applicable accounting regulations or principles or interpretations thereof, except to the extent such changes have a materially disproportionate adverse effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, relative to other comparable companies, (v) any outbreak or escalation of hostilities or war or any act of terrorism, except to the extent such outbreak, escalation of hostilities, war or act of terrorism has a materially disproportionate adverse effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, relative to other comparable companies, or (vi) any failure by the Company to meet any published analyst estimates or expectations of the Company's revenue, earnings or other financial performance or results of operations for any period, in and of itself, or any failure by the Company to meet its internal or published projections, budgets, plans or forecasts of its revenues, earnings or other financial performance or results of operations, in and of itself (it being understood that the facts or occurrences giving rise or contributing to such failure that are not otherwise excluded from the definition of a "Company Material Adverse Effect" may be taken into account in determining whether there has been a Company Material Adverse Effect)."

En el contrato celebrado entre Huntsman Corporation y Hexion Specialty Chemical, Inc. se pactó una definición de "Company material adverse effect" en los siguientes términos:

"Company Material Adverse Effect" means any occurrence, condition, change, event or effect that is materially adverse to the financial condition, business, or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that in no event shall any of the following constitute a Company Material Adverse Effect: (A) any occurrence, condition, change, event or effect resulting from or relating to changes in general economic or financial market conditions, except in the event, and only to the extent, that such occurrence, condition, change, event or effect has had a disproportionate effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other Persons engaged in the chemical industry; (B) any occurrence, condition, change, event or effect that affects the chemical industry generally (including changes in commodity prices, general market prices and regulatory changes affecting the chemical industry generally) except in the event, and only to the extent, that such occurrence, condition, change, event or effect has had a disproportionate effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other Persons engaged

in the chemical industry, (C) the outbreak or escalation of hostilities involving the United States, the declaration by the United States of war or the occurrence of any natural disasters and acts of terrorism, except in the event, and only to the extent, of any damage or destruction to or loss of the Company's or its Subsidiaries' physical properties; (D) any occurrence, condition, change, event or effect resulting from or relating to the announcement or pendency of the Transactions (provided, however, that this clause (D) shall not diminish the effect of, and shall be disregarded for purposes of, the representations and warranties relating to required consents, approvals, change in control provisions or similar rights of acceleration, termination, modification or waiver based upon the entering into of this Agreement or consummation of the Merger); (E) any change in GAAP, or in the interpretation thereof, as imposed upon the Company, its Subsidiaries or their respective businesses or any change in law, or in the interpretation thereof; (F) any occurrence, condition, change, event or effect resulting from compliance by the Company and its Subsidiaries with the terms of this Agreement and each other agreement to be executed and delivered in connection herewith and therewith (collectively, the "Transaction Agreements"), actions permitted by this Agreement (or otherwise consented to by Parent) or effectuating the Financing; or (G) any occurrence, condition, change, event or effect resulting from or in connection with any Divestiture Action;"

En el contrato suscrito entre IBP, Inc. y Tyson Foods, la cláusula 5 "Representations and Warranties of the Company" definió un MAE sin excepciones como:

"... a material adverse effect on the condition (financial or otherwise), business, assets, liabilities or results of operations of the Company and its Subsidiaries taken as a whole (Material Adverse Effect)"

En el contrato entre Countrywide y Bank of America se definió un Material Adverse Effect de la siguiente manera:

"As used in this Agreement, the term "Material Adverse Effect" means, with respect to Parent or Company, as the case may be, a material adverse effect on (i) the financial condition, results of operations or business of such party and its Subsidiaries taken as a whole (provided, however, that, with respect to this clause (i), a "Material Adverse Effect" shall not be deemed to include effects to the extent resulting from (A) changes, after the date hereof, in GAAP or regulatory accounting requirements applicable generally to companies in the industries in which such party and its Subsidiaries operate, (B) changes, after the date hereof, in laws, rules or regulations of general applicability to companies in the industries in which such party and its Subsidiaries operate, (C) actions or omissions taken with the prior written consent of the other party, (D) changes, after the date hereof, in global or national political conditions or general economic or market conditions generally affecting other companies in the industries in which such party and its Subsidiaries operate or (E) the public disclosure of this Agreement or the transactions contemplated hereby, except, with respect to clauses (A) and (B), to the extent that the effects of such change are disproportionately adverse to the financial

condition, results of operations or business of such party and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other companies in the industry in which such party and its Subsidiaries operate) or (ii) the ability of such party to timely consummate the transactions contemplated by this Agreement”.

En el contrato suscrito entre Penn National Gaming y PNG Acquisition Company, el MAE pudo ser alegado teniendo en cuenta la siguiente definición:

“Material Adverse Effect on the Company” means a material adverse event, change, effect, development, condition or occurrence on or with respect to the business, operations or financial condition of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, except (other than in clauses (A), (B), (C), (D), (H), (I) and (J) below) to the extent such changes have a materially disproportionate effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, when compared to other companies operating in the same industries in which the Company or its Subsidiaries operate, that Material Adverse Effect on the Company shall not be deemed to include any event, change, effect, development, condition or occurrence to the extent resulting from any one or more of the following: (A) changes in general economic conditions, the securities or financial markets, the gaming industry generally or in any specific jurisdiction or regulatory, legislative or other political conditions or developments; (B) public disclosure of this Agreement or the transactions contemplated hereby, including the identity and/or structure of Parent and its Affiliates; (C) any taking of any action specifically required by this Agreement; (D) changes in Law (other than a change in Law enacted by the State of Illinois, the State of Indiana, the State of West Virginia or the Commonwealth of Pennsylvania prohibiting all gaming activities which are currently permitted therein) or GAAP, or the interpretation thereof; (E) any outbreak or escalation of hostilities or war or any act of terrorism; (F) any weather-related or other force majeure event; (G) any outbreak of illness or other public health-related event; (H) any divestiture or disposition of any assets or operations of the Company or any of its Subsidiaries which, as of the date hereof, the Company and its Subsidiaries have committed to make to satisfy any Gaming Authority or which is disclosed in the Company Disclosure Letter; (I) changes in the share price or trading volume of the Shares or the failure of the Company to meet projections or forecasts (unless due to a circumstance which would separately constitute a Material Adverse Effect on the Company); or (J) any litigation alleging breach of fiduciary duty or other violation of applicable Law relating to this Agreement or the transactions contemplated by this Agreement”.

En el contrato de \$ 2.7 billones celebrado entre Apache Corporation y Mariner Energy se definió el MAE de la siguiente manera:

“... the term “**Company Material Adverse Effect**” means any effect, event or change that is materially adverse to the business, assets, financial condition or results of operations of the Company and its subsidiaries taken as a whole or that prevents or materially impedes or delays the ability of the Company to perform in all material

respects its obligations under this Agreement or to consummate the transactions contemplated by this Agreement, except, in each case, for any such effect, event or change (i) to the extent resulting from changes in the financial or securities markets or general economic or political conditions in the United States or elsewhere in the world, (ii) to the extent resulting from changes or conditions generally affecting the oil and gas exploration, development and/or production industry or industries (including changes in oil, gas or other commodity prices), (iii) to the extent resulting from any change in applicable law or the interpretation thereof or GAAP or the interpretation thereof, (iv) to the extent resulting from the negotiation, execution, announcement or consummation of the transactions contemplated by this Agreement, including the loss or departure of officers or other employees of the Company or any of its subsidiaries or any adverse change in customer, distributor, supplier or similar relationships resulting therefrom, (v) to the extent resulting from acts of war, terrorism, earthquakes, hurricanes, tornados or other natural disasters, (vi) to the extent resulting from any failure by the Company or any of its subsidiaries to meet any internal or published industry analyst projections or forecasts or estimates of revenues or earnings for any period (it being understood and agreed that the facts and circumstances that may have given rise or contributed to such failure that are not otherwise excluded from the definition of a Company Material Adverse Effect may be taken into account in determining whether there has been a Company Material Adverse Effect), (vii) to the extent resulting from any change in the price of the Company Stock on the NYSE (it being understood and agreed that the facts and circumstances that may have given rise or contributed to such change (but in no event changes in the trading price of Parent Stock) that are not otherwise excluded from the definition of a Company Material Adverse Effect may be taken into account in determining whether there has been a Company Material Adverse Effect), (viii) to the extent resulting from the failure to take any action as a result of any restrictions or prohibitions set forth in Section 4.1 of this Agreement with respect to which Parent refused, following the Company's request, to provide a waiver in a timely manner or at all, (ix) to the extent resulting from compliance with the terms of, or the taking of any action required by, this Agreement, (x) to the extent resulting from the downgrade in rating of any debt or debt securities of the Company or any of its subsidiaries (it being understood and agreed that the facts and circumstances that may have given rise or contributed to such downgrade that are not otherwise excluded from the definition of a Company Material Adverse Effect may be taken into account in determining whether there has been a Company Material Adverse Effect) and (xi) to the extent resulting from any legal proceedings arising out of or related to this Agreement or any of the transactions contemplated hereby, except to the extent such effects in the cases of clauses (i), (ii), and (v) above materially and disproportionately effect the Company and its subsidiaries relative to other participants in the industry or industries in which the Company and its subsidiaries operate (in which event the extent of such material and disproportionate effect may be taken into account in determining whether a Company Material Adverse Effect has occurred).”

En el contrato entre Javelin Pharmaceuticals y Hospira, en la sección de las definiciones se señaló que un MAE consistía en lo siguiente:

“Material Adverse Effect” means, with respect to the Company, an effect, event, occurrence, development or change (each, an “Effect”) that, individually or when taken together with all other Effects, has a material adverse effect on the business, results of operations or financial condition of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, other than any Effect arising out of or resulting from (a) a decrease in the market price of shares of Company Common Stock in and of itself, it being understood that the circumstances underlying such change may be deemed to constitute, or may be taken into account in determining whether there has been, a Material Adverse Effect, (b) changes in conditions in the United States or global economy or capital or financial markets generally, including changes in interest or exchange rates (except to the extent that the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, are disproportionately adversely affected relative to other similarly situated companies in the pharmaceutical or biotechnology industries), (c) changes in general legal, tax, regulatory, political or business conditions in the countries in which the Company does business, (d) general market or economic conditions in the pharmaceutical or biotechnology industries (except to the extent that the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, are disproportionately adversely affected relative to other similarly situated companies in such industries), (e) changes in GAAP, (f) the announcement or pendency of the transactions contemplated by this Agreement and compliance with the terms and conditions of this Agreement, (g) acts of war, armed hostilities, sabotage or terrorism, or any escalation or the significant worsening of any such acts of war, armed hostilities, sabotage or terrorism threatened or underway as of the date of this Agreement, (h) earthquakes, hurricanes, floods, or other natural disasters, (i) the fact, in and of itself (and not the underlying causes thereof) that the Company or its Subsidiaries failed to meet any projections, forecasts, or revenue or earnings predictions for any period, (j) determinations by the FDA, the MHRA or EMEA, or any panel or advisory body empowered or appointed thereby, with respect to any products or product candidates of Persons (other than the Company) similar to or competitive with Company Products or product candidates or the results of any clinical trial with respect to any such products or product candidates, or (k) any action taken by the Company at the request or with the consent of any of the Buyer Parties”.

En el contrato celebrado entre Accredited Home Lenders y Lone Star se pactó en la Sección 1.01(A) la siguiente definición del MAC:

“Material Adverse Effect” means, with respect to [Accredited Home Lenders], an effect, event, development or change that is materially adverse to the business, results of operations or financial condition of [Accredited Home Lenders] and [Accredited Home Lenders’] Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that in no event shall any of the following, alone or in combination, be deemed to constitute, nor shall any of the following be taken into account in determining whether there has been, a Material Adverse Effect: (a) a decrease in the market price or trading volume of Company Common Shares (but not any effect, event, development or change underlying such decrease to the extent that such effect, event, development or change would otherwise constitute a Material Adverse Effect); (b) (i) changes in conditions in the U.S. or global

economy or capital or financial markets generally, including changes in interest or exchange rates; (ii) changes in applicable Law or general legal, tax, regulatory or political conditions of a type and scope that, as of the date of this Agreement, could reasonably be expected to occur, based on information that is generally available to the public or has been Previously Disclosed; or (iii) changes generally affecting the industry in which [Accredited Home Lenders] and [Accredited Home Lenders's] Subsidiaries operate; provided, in the case of clause (i), (ii) or (iii), that such changes do not disproportionately affect [Accredited Home Lenders] and [Accredited Home Lenders'] Subsidiaries as compared to other companies operation in the industry in which [Accredited Home Lenders] and [Accredited Home Lenders'] Subsidiaries operate; (c) changes in GAAP; (d) the negotiation, execution, announcement or pendency of this Agreement or the transactions contemplated hereby or the consummation of the transactions contemplated by this Agreement, including the impact thereof on relationships, contractual or otherwise, with customers, suppliers, vendors, lenders, mortgage, brokers, investors, venture partners or employees; (e) earthquakes, hurricanes, floods, or other natural disasters; (f) any affirmative action knowingly taken by [Accredited Home Lenders] or Purchaser that could reasonably be expected to give rise to a Material Adverse Effect (without giving effect to this clause (f) in the definition thereof); (g) any action taken by [Accredited Home Lenders] at the request or with the express consent of any of the Buyer Parties; (h) failure by [Accredited Home Lenders] or [Accredited Home Lenders'] Subsidiaries to meet any projections, estimates or budgets for any period prior to, on or after the dates of this Agreement (but not any effect, event, development or change underlying such failure to the extent such effect, event, development or change would otherwise constitute a Material Adverse Effect); (i) any deterioration in the business, results of operations, financial conditions, liquidity, stockholders' equity and/or prospects of [Accredited Home Lenders] and/or [Accredited Home Lenders'] Subsidiaries substantially resulting from circumstances or conditions existing as of the date of this Agreement that were generally publicly known as of the date of this Agreement or that were Previously Disclosed; (j) any litigation or regulatory proceeding set forth in Section 5.09 of [Accredited Home Lenders'] Disclosures Schedule (but only to the extent of the specific claims and allegations comprising such litigations or regulatory proceeding existing as of the date of this Agreement); and (k) any action, claim, audit, arbitration, mediation, investigation, proceeding or other legal proceeding (in each case whether threatened, pending or othersiwe), or any penalties, sanctions, fines, injuctive relief, remediation or any other civil or criminal sanction solely resulting from, relating to or arising out of the failure by either [Accredited Home Lenders] or the Reporting Subsidiary to file in a timely manner its Annual Report on Form 10-K on Form 10-Q for the quarter ended March 31, 2007, and/or the Quarterly Report on Form 10-Q for the second and third quarters of 2007.”

En el contrato celebrado entre Genesco y Finish Line se pactó como un MAE lo siguiente:

“Company Material Adverse Effect shall mean any event, circumstance, change or effect that, individually or in the aggregate, is materially adverse to the business, condition (financial or otherwise), assets, liabilities, or results of operations of the Company and

the Company Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that none of the following shall constitute, or shall be considered in determining whether there has occurred, and no event, circumstance, change or effect resulting from or arising out of any of the following shall constitute, a Company Material Adverse Effect: (A) the announcement of the execution of this Agreement or the pendency of consummation of the merger (including the threatened or actual impact on relationships on the Company and The Company Subsidiaries with customers, vendors, suppliers, distributors, landlords or employees (including the threatened or actual termination, suspension, modification or reduction of such relationships)); (B) changes in the national or world economy or financial markets as a whole or changes in general economic conditions that effect the industries in which the Company and the Company Subsidiaries conduct their business, so long as such changes or conditions do not adversely affect the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate; (C) any change in applicable Law, rule or regulation or GAAP or interpretation thereof after the date hereof, so long as such changes do not adversely affect the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate; (D) the failure, in and of itself of the Company to meet any published or internally prepared estimates of revenues, earnings or other financial projections, performance measures or operation statistics; provided, however that the facts and circumstances underlying any such failure may, except as may be provided in subsections (A), (B), (C), (E), (F) and (G) of this definition, be considered in determining whether a Company Material Adverse Effect has occurred; (E) a decline in the price, or a change in the trading volume, of the Company Common Stock on the New York Stock Exchange (“NYSE”) or the Chicago Stock Exchange (“CHX”); (F) compliance with the terms of, and taking any actions required by, this Agreement, or Merger Sub after the date of this Agreement (other than actions or omissions specifically contemplated by this Agreement).”

Las definiciones citadas nos permiten conocer cómo suele ser pactada la cláusula MAC en las operaciones de M&A. En base a ellas podemos analizar los siguientes puntos desde la perspectiva de un *drafter*:

a) ¿Cambio material adverso en qué?

Lo primero que debemos determinar es el ámbito de aplicación de la cláusula MAC, o en otras palabras, los cambios que tienen cobertura bajo un MAC (*field of change*). En general, las definiciones suelen señalar que los cambios materialmente adversos podrán suceder en el “*business, result of operations, assets, liabilities, or financial condition of the target*”. La inclusión de cualquiera de los cinco objetos del “ámbito de cambio” dependerá de las

negociaciones entre las partes y de la operación en particular. Si al comprador le interesa comprar la empresa objetivo por sus propiedades, necesariamente deberá negociar la incorporación de “assets” a la definición, e incluso de “properties”, aunque éste ya se encuentre incluido en aquél.

MILLER denomina al *field of change* como los “MAC Objects”, esto es, la determinación de los objetos que deben cambiar de manera material adversa para que una de las partes pueda alegar la ocurrencia de un MAC y salir de la operación a bajo costo⁹⁷.

Es recomendable mantener los términos en general y evitar definiciones de los mismos. Por ejemplo, si se incluye el término “Properties” en el ámbito de aplicación del MAC, y “Properties” tiene a su vez una definición en particular, sería recomendable extraer tal término de la definición del MAC y sustituirlo por otro sin definición como podría ser el término “assets”, de lo contrario, se estaría reduciendo la posibilidad de alegar exitosamente la ocurrencia de un MAC.

En el caso *Esplanade Oil & Gas, Inc. v. Templeton Energy Income Corporation*⁹⁸, se pactó una definición de “Properties” y siete condiciones precedentes para el cierre. La condición 4(c) señalaba lo siguiente: “there shall occur no adverse material change to the Properties or [Esplanade] interest therein from the date of this letter to closing”. A su vez, la definición de “Properties” fue la siguiente: “All of Seller’s right, title and interest in various oil and gas properties listed in Exhibit “A” including, but not limited to, Seller’s working interest and net revenue interest in the respective properties stated in Exhibit “A”, together with an identical right, title and interest in and to all leasehold estates, contracts, contracts rights, materials, production facilities, salt water disposal systems, pipelines, gathering lines and other fixtures, equipment and personal or real property, easements, rights-of-way, and any and all other rights and privileges of Seller associated with the use, ownership and operation thereof...”.

En el mismo mes en que se suscribió el contrato, el precio del petróleo cayó aproximadamente de un \$28.85 a \$20.35 por barril. Entonces, Templeton alegó la ocurrencia

⁹⁷ MILLER, Robert T. “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”. En *Cardozo Law Review*, Vol. 31, 2009, pp. 115.

⁹⁸ 889 F.2d 621 (5th Cir. 1989)

de un MAC. Esplanade señaló que la frase “adverse material change to the Properties” se refería a cambios en las propiedades mismas y no en la caída del valor de las propiedades como consecuencia de una reducción del precio del petróleo. La corte señaló que la caída del precio del petróleo no se encontraba cubierta dentro de la cobertura del MAC pactado, pues a pesar de que la definición del MAC incluyó el término “Properties”, la definición de ésta no cubría la caída del precio del petróleo⁹⁹.

En este sentido, se debe prestar atención en la redacción del *field of change* y en las definiciones de los objetos del mismo. Es recomendable para el comprador evitar definir los términos que vayan dentro del ámbito de aplicación del MAC si no quiere reducir las posibilidades de salir de la operación ante un cambio material adverso, como ocurrió en el caso de Templeton. Si “Properties” no hubiera estado definido, lo más probable es que la corte hubiese considerado que una reducción en el precio del petróleo constituía un cambio en los activos del target.

La palabra “liabilities” suele servir para incorporar cambios negativos en las obligaciones financieras existentes del target que puedan afectar el valor de la empresa (supuestos de incumplimiento y sus consecuencias), o en el surgimiento de nuevas obligaciones (como las extracontractuales). Sería recomendable agregar al término “liabilities” la frase “actual or contingent” para que no queden dudas sobre la inclusión de pasivos contractuales y extracontractuales.

Por su parte, la referencia a “financial condition” suele cubrir en general cualquier evento que afecte la estabilidad financiera del target. En algunas operaciones, como en el caso de Genesco y Finish Line, se suele redactar dentro del ámbito de aplicación del MAC la frase “condition (financial or otherwise)”, para hacer referencia de manera más general a cualquier condición relacionada a la posición financiera del target. La inclusión de “liabilities” y “financial condition or otherwise” adquiere gran relevancia en las operaciones de financiamiento, en donde el banco tendrá interés en terminar o suspender el préstamo en caso el prestatario sufra algún MAC en sus obligaciones financieras o en su condición financiera o similar.

⁹⁹ CARNEY, William J. *Mergers and Acquisitions: Cases and Materials*. Second edition. New York: Foundation Press, 2007, pp. 226 y ss.

La palabra “business” hace referencia a los negocios que realiza el target. Por su parte, “result of operations” está pensado en las ganancias esperadas de la empresa objetivo. Uno de los principales factores a tener en cuenta para valorar la empresa es el valor presente del flujo de caja futuro, o en otras palabras, la capacidad que tiene el target para hacer dinero. Si entre la fecha de firma y cierre ocurriese un cambio material adverso que afectase el flujo de caja, el comprador tendrá mayores posibilidades de retirarse de la operación si dentro de la definición del MAC se incorporó el término “result of operations”.

¿Qué pasaría si no ocurre un solo cambio en algo, sino en más de uno de los objetos del *field of change* que en su conjunto podrían calificarse como un MAC? Imagínese que entre la fecha de firma y cierre ocurre un evento que afecta de manera leve tanto los activos de la empresa como sus pasivos. Tal empeoramiento en conjunto podría ser considerado como un cambio material adverso que haga que el comprador pierda el interés en la adquisición. Para favorecer la salida del comprador ante la ocurrencia de una situación como la mencionada, sería recomendable agregar la redacción “individually or in the aggregate” para que el comprador pueda alegar la ocurrencia de un MAC ante cambios individualmente no materiales que en conjunto producen un cambio material¹⁰⁰.

A manera de ejemplo, en el contrato entre SLM y J. C. Flowers & Company se definió el MAC de la siguiente manera: “Company Material Adverse Effect” means any fact, circumstance, event, change, effect, violation or occurrence that, individually or in the aggregate with all other facts, circumstances, events, changes, effects, violations or occurrences...”.

Según el estudio realizado por MILLER¹⁰¹, los “MAC Objetes” que suelen pactarse con mayor regularidad son: (1) Financial Condition (98%), (2) Business (91%), (3) Results of Operations (85%), (4) Assets (69%) y (5) Liabilities (41%).

¹⁰⁰ REISNER, Carl L.; PAGANO, Gary J. y Joseph ROSE. “Material Adverse Clauses: Practice in an Uncertain World”. En *The M&A Lawyer*, Vol. 10, No. 4, abril de 2006, pp. 2: “The language of the MAE definition may be subject to a number of variations. In general, a well-drafted clause should cover a variety of specified “changes” and “affects” that, individually or in the aggregate, have had a material adverse effect on the target’s assets, properties, results of operations or condition (financial or otherwise).”

¹⁰¹ MILLER, Robert T. “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 116.

| <u>MAC Objects</u> | MAC on TAR in Cash Deals | MAC on TAR in Stock Deals | MAC on TAR in All Deals | MAC on ACQ in Stock Deals | All MAC Defts |
|---|---|--|--|--|---------------------|
| Business | .86 | .95 | .90 | .94 | .91 |
| Financial Condition | .97 | .98 | .98 | .98 | .98 |
| Results of Operations | .86 | .85 | .86 | .83 | .85 |
| Assets | .77 | .64 | .71 | .64 | .69 |
| Liabilities | .46 | .36 | .42 | .38 | .41 |
| Properties | .27 | .30 | .28 | .32 | .29 |
| Condition (Other than Financial) | .39 | .29 | .35 | .27 | .33 |
| Operations | .28 | .28 | .28 | .26 | .27 |
| Prospects | .17 | .19 | .18 | .20 | .19 |

b) ¿Cambio material adverso en quiénes?

Podría parecer ocioso señalar que el ámbito de aplicación del MAC tiene que ver con el target. El negocio, los activos, los pasivos, el resultado de las operaciones y la condición financiera –por obviedad- es de la empresa objetivo. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que del lado del vendedor podría encontrarse un accionista mayoritario, una subsidiaria e incluso la matriz.

La empresa es de propiedad de sus accionistas, y quien vende es el accionista. Por ello no podría incluirse en la definición del MAC al vendedor-accionista sino a la empresa objetivo, sin perjuicio de que dicho accionista sea parte en el contrato (precisamente porque es quien vende). Dicho accionista podría ser una persona natural o podría ser una matriz que tiene el 100% del accionariado del target (*wholly-owned subsidiary*). A su vez, el target puede tener también subsidiarias. Por ello, es normal que en la definición del MAC se incluya al target y sus subsidiarias.

En este sentido, como una alternativa a la frase “a material adverse effect in... of the Company”, se suele utilizar “a material adverse effect in... of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole”. Esta redacción favorece al vendedor ya que impone sobre el comprador la necesidad de tener en cuenta a la matriz y a sus subsidiarias como un todo antes de determinar si ha ocurrido un MAC. Por ejemplo, en el caso *IBP v. Tyson Foods*, la corte

señaló que una afectación en una de las subsidiarias del target no era suficiente para alegar un MAC.

c) “Prospects”

En operaciones tan complejas como las de M&A se suele negociar cada palabra a detalle, dado que una sola palabra podría determinar si la operación se cierra o no. Una de ellas es la palabra “prospects” dentro del ámbito del MAC. En general, “prospects” significa “chances or opportunities for success”¹⁰². Mientras que el comprador podría señalar que el futuro del negocio es importante –en especial para un comprador estratégico- el vendedor podría responder que el futuro de la empresa es un riesgo que deberá ser asumido por el comprador.

Una excelente fuente de data respecto a las definiciones de MAC que suelen pactarse en las principales operaciones de M&A (por encima de \$100 millones) es el Nixon Peabody MAC Survey¹⁰³. En el presente trabajo consideraremos los estudios publicados desde el 2007 al 2014 inclusive. En el 2007, de 413 operaciones el 1% incluyó la palabra “prospects”¹⁰⁴; en el 2008, de 258 operaciones el 3%¹⁰⁵; en el 2009, 3% de 523 operaciones¹⁰⁶; en el 2010, 1%

¹⁰² ADAMS, Kenneth A. “A legal-usage analysis of material adverse change provisions”. En *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. X, 2004, pp. 36.

¹⁰³ Las ventajas de usar la data del Nixon Peabody MAC Survey para investigaciones sobre la cláusula MAC ha sido reconocida por la literatura americana. Véase: TALLEY, Eric L. “On uncertainty, ambiguity and contractual conditions”, *Óp. Cit.*, pp. 790: “There are a number of advantages to the Nixon Peabody sample over other existing MAC/MAE databases. First, although it covers only a fraction of deals announced each year, the Nixon Peabody data still samples a relatively large swath of cash mergers, stock mergers, asset sales, equity sales, and tender offers (skewed somewhat towards larger cash and stock deals). In addition, the data set also contains all combinations of public and private targets and acquirers. A third advantage to the data set is that it was created by practicing lawyers, and thus both its classificatory scheme and actual coding are more likely to reflect the judgment of practitioners who negotiate these instruments. But perhaps most significantly, the time period available for study here is particularly interesting because it covers MAC/MAE provisions that were executed commencing in early summer of 2007, before the sudden meltdown of the private equity wave, through midsummer of 2008. This is a time span in which significantly greater uncertainty entered financial markets.”

¹⁰⁴ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 6th Annual MAC Survey, 2007, pp. 3.

¹⁰⁵ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 7th Annual MAC Survey, 2008, pp. 4.

¹⁰⁶ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 8th Annual MAC Survey, 2009, pp. 3.

de 345¹⁰⁷; en el 2011, de 314 operaciones solo el 5% incluyó el término “prospects”¹⁰⁸; en el 2012, solo el 4% de 300 operaciones¹⁰⁹; en el 2013, el 1% de 195¹¹⁰; y finalmente, en el 2014, solo el 3% de 235 *deals*¹¹¹.

En el *deal* de \$ 1.1 billón por la compra de la cadena de hoteles de Innkeepers USA Trust por parte de Cerberus Capital Management y su socio Chatham Lodging Trust, la cláusula MAC pactada incluyó el término “prospects”: “[t]he occurrence of any condition, change or development that could reasonably be expected to have a material adverse effect on the business, assets, liabilities (actual or contingent), or operations, conditions (financial or otherwise) or prospects of [Innskeepers]...”.

En relación a tal operación, Steven DAVIDOFF señaló que “This term is not typically included in public acquisitions, because it is considered to significantly broaden the MAC to include events that adversely affect the future performance of the company. There is not much, if any, case law interpreting what “prospects” actually means and what future events it is mean to pick up, but it is generally thought to at least cover adverse changes in earnings projections”¹¹². A su vez, ADAMS explicaba que “For all that *prospects* is a hot-button topic, little thought is given to what prospects means and what the implications are of including it in, or excluding it from, the field of change”¹¹³. Incluso Keith FLAUM, abogado de Cooley Godward LLP, decía que “Nobody knows what you mean when you say there has been a material adverse effect on the prospects of the Company, whatever that is”¹¹⁴.

¹⁰⁷ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 9th Annual MAC Survey, 2010, pp. 3.

¹⁰⁸ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 10th Annual MAC Survey, 2011, pp. 4.

¹⁰⁹ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 11th Annual MAC Survey, 2012, pp. 4.

¹¹⁰ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 12th Annual MAC Survey, 2013, pp. 6.

¹¹¹ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 13th Annual MAC Survey, 2014, pp. 6.

¹¹² DAVIDOFF, Steven M. “The MAC is Back, but Does it Kill a Deal”. En *DealBook*, The New York Times, 23 de Agosto de 2011.

¹¹³ ADAMS, Kenneth A. “A legal-usage analysis of material adverse change provisions”, *Óp. Cit.*, pp. 36.

¹¹⁴ *Ibidem*, nota pie de página 105.

Lo mencionado nos demuestra que la inclusión de “prospects” en las operaciones de M&A suele ser la excepción¹¹⁵. Como máximo, de 314 operaciones solo el 5% incluyeron dicho término en la definición del MAC. Dicha situación favorece al vendedor para negarse a incluir “prospects” dentro del MAC dado que la tendencia demuestra que su inclusión es excepcional.

Es importante mencionar que en los financiamientos, los MAC objects no suelen limitarse al *business, results of operations, liabilities, assets, financial condition* o incluso a los *prospects*. Lo que en realidad le interesa a un banco es que el prestatario pueda pagar el préstamo, y en consecuencia, que nada afecte su habilidad para cumplir sus obligaciones financieras frente al banco. Por ello, no es raro que en financiamientos se incluya el término *prospects* –a pesar de que en operaciones de M&A la regla sea la opuesta- o que la ocurrencia de un MAC se extienda a las garantías constituidas por el prestatario en favor del banco e incluso al ejercicio de los derechos y remedios del banco frente al prestatario. En última instancia, en financiamientos el MAC suele cubrir cualquier cosa que afecte la estabilidad financiera del prestatario y su habilidad para ejecutar sus obligaciones frente al banco¹¹⁶.

d) “Would reasonably be expected to”

Como hemos podido confirmar de la redacción de la cláusula MAC, el cambio de una palabra por otra puede definir el éxito del ejercicio de dicha cláusula. El MAC será favorable al comprador o al vendedor dependiendo de las palabras que se hayan usado en su definición.

¹¹⁵ STARK, Lisa R. “Delaware Insider: Revisiting MAE/MAC Clauses in M&A after *Cooper Tire, Hunstman, and Osram*”. En *Business Law Today*, American Bar Association, 2014, pp. 3: “Further, changes in “prospects” are rarely included in the MAE clause as an event that could constitute an MAE.”

¹¹⁶ HYMAN, Scott, PENNYCOOK, Carol y Nicholas WILLIAMS. “Material Adverse Change Clauses: Decoding a Legal Enigma”. En *The 2014 Lexpert/American Lawyer Guide to the Leading 500 Lawyers in Canada*, 2014, pp. A-1: “If the borrower has weak credit or a cyclical business, a MAC clause may also cover the business prospects of the borrower. If a loan is secured, a MAC clause may extend to the enforceability of the security granted to the lender. In other cases, a MAC clause may also include the enforceability of the loan documentation and the ability of the lender to enforce its rights and remedies against the borrower. In all cases, MAC clauses are primarily intended to enable the lender to protect its position based on an assessment of the overall health and stability of the borrower’s enterprise.”

En el *deal* de SNL Corporation, la cláusula MAC pactada presentaba la siguiente definición: “Material Adverse Effect” means a material adverse effect on the financial condition, business, or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole...”. Se define “a material adverse effect on [the field of change]”. De esta manera, para que se pueda alegar un MAC deberá probarse que al momento de tal alegación ha ocurrido un efecto material adverso en los elementos señalados en la definición. Para ello se requiere certeza en la afectación del target.

Sin embargo, el comprador podría modificar la redacción para reducir el nivel de certeza que necesitará para invocar un MAC exitosamente. Por ejemplo, en el *deal* de Innskeepers la definición del MAC incluyó la frase “could reasonably be expected to”: “[t]he occurrence of any condition, change or development that could reasonably be expected to have a material adverse effect on the business, assets, liabilities (actual or contingent), or operations, conditions (financial or otherwise) of prospects of [Innskeepers]...”.

Este tipo de redacciones son usuales en las definiciones del MAC y suelen redactarse en variantes como¹¹⁷: (i) have had a MAC, (ii) would reasonably be expected to have a MAC, (iii) are reasonably likely to have a MAC, o (iv) could reasonably be expected to have a MAC.

Imagínese que antes del cierre se presenta una demanda por \$100 millones contra el target por daños ambientales. A pesar de la contingencia presentada, el vendedor alegará que dicha demanda será declarada infundada debido a que los daños ambientales alegados fueron ocasionados por una empresa anterior¹¹⁸. Ante tal escenario, ¿podría el comprador alegar la ocurrencia de un cambio o efecto adverso en el valor de la compañía? Podría ocurrir que tal demanda, en efecto, sea declarada infundada, pero dicha resolución recién será emitida después de varios años. El futuro del proceso es incierto, pero no hay duda que razonablemente se podría esperar que la conclusión del proceso genere un MAC.

Si el comprador se cuidó de incorporar la redacción “could reasonably be expected to result in a material adverse change”, tendrá mayores posibilidades de invocar exitosamente un

¹¹⁷ MILLER, Robert T. “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 112.

¹¹⁸ Recordemos que tal argumento fue alegado en La Oroya frente a los reclamos de contaminación por mercurio.

MAC. Podría invocar el MAC con la sola notificación de la demanda y no tendría que esperar hasta que un tribunal emita un pronunciamiento con calidad de cosa juzgada¹¹⁹.

La inclusión de tal redacción suele ser más o menos estándar, de manera que su inclusión dependerá principalmente del poder de negociación de las partes. Según Nixon Peabody, en el 2012 el 42% de transacciones incluyeron el estándar del “reasonably expectation”¹²⁰, mientras que en el 2013 y el 2014 el 57% lo incluyó¹²¹.

Cabe precisar que el término más favorable para el vendedor es “will” (porque requiere certeza) mientras que el término más favorable para el comprador es “could” (porque es hipotético). “Would” y “Likely” se encontrarían en el medio y favorecería también al comprador.

Como vemos, para alegar un MAC no se necesita de certeza sino de una probabilidad razonable de que un MAC pueda ocurrir. En un estudio realizado por GLOVER con posterioridad al *leading case* IBP v. Tyson Foods, se concluyó que “Most of the agreements did not require certainty that a MAC “would” occur –instead, it was enough that a MAC “could reasonably be expected” or “would be reasonably to occur.”¹²²

MILLER denomina a esta sección de la definición del MAC como “Expectation Metrics” para referirse al nivel de expectativa sobre la ocurrencia de un MAC que se necesitará probar en un caso concreto para que una de las partes pueda salir de la operación. El siguiente gráfico demuestra los diversos niveles de certeza que se pueden incluir en la definición de un MAC¹²³:

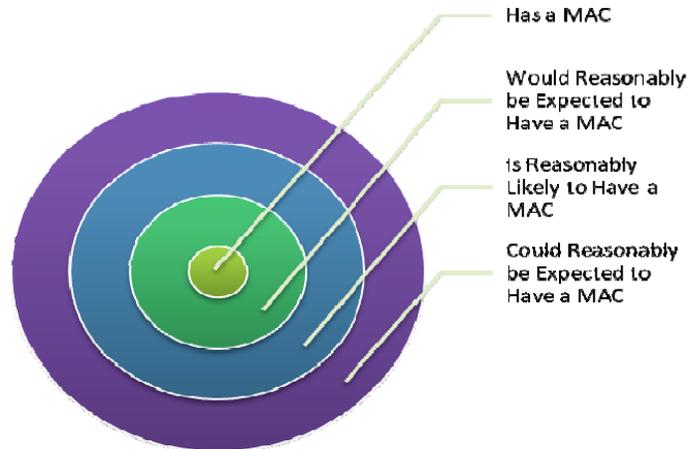
¹¹⁹ Véase los casos que se citan en las páginas 152-154.

¹²⁰ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 11th Annual MAC Survey, 2012, pp. 6.

¹²¹ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 12th Annual MAC Survey, 2013, pp. 7; NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 13th Annual MAC Survey, 2014, pp. 7.

¹²² GLOVER, Stephen I. “The Impact of *Tyson Foods* on “Mac” outs”. En *The M&A Lawyer*, Vol. 5, No. 6, 2001, pp. 3.

¹²³ MILLER, Robert T. “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 114.



e) Excepciones

De la misma manera como se define cuáles serán los objetos sobre el cual podrá ocurrir el MAC, también suele definirse aquellos supuestos que a pesar de que podrían dar lugar a la ocurrencia de un MAC, no otorgarán la posibilidad de retirarse de la operación al encontrarse expresamente excluidos. Estas exclusiones o *carve outs* suelen ser estándares en las definiciones del MAC. La regla es la inclusión de las excepciones mientras que lo raro es encontrar una cláusula MAC que solamente contenga el *field of change*.

Por ejemplo, en el contrato celebrado por IBP y Tyson Foods no se pactaron excepciones y solo se definió que un MAC consistía en “a material adverse effect on the condition (financial or otherwise), business, assets, liabilities or results of operations of the Company and its Subsidiaries taken as a whole (Material Adverse Effect)”. Un MAC como el citado es muy ventajoso para el comprador al otorgarle una gran cobertura de salida sin excepciones¹²⁴.

La regla es la inclusión de excepciones al ámbito de aplicación de un MAC. Dichas excepciones suelen consistir en la asignación de determinados riesgos. Una clasificación difundida sobre los riesgos que se asignan a través de las excepciones es la propuesta por MILLER¹²⁵.

¹²⁴ Sin perjuicio de ello, y como explicaremos en la sección 3.2.3 a), en dicho caso la corte señaló que Tyson Foods no logró invocar con éxito la ocurrencia de un MAC.

¹²⁵ MILLER, Robert T. “The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements”, *Op. Cit.*, pp. 2070 y ss.

En primer lugar, tenemos a los *Systematic Risks* (denominados también como riesgos de mercado y sistemáticos¹²⁶) que por definición, no afectan exclusivamente al target y sus subsidiarias. Entre ellas se encuentran los riesgos que puedan afectar a la economía en general, a los mercados de capitales, los cambios en la legislación aplicable o en los principios de contabilidad generalmente aceptados, actos de guerra y terrorismo, entre otros. En segundo lugar, los *Indicator Risks* son aquellos riesgos que impiden que el target pueda cumplir sus propios ingresos proyectados. En tercer lugar, los *Agreement Risks* son aquellos riesgos que derivan del anuncio de la operación, como pueden ser la reducción en la cotización de las acciones de las partes o afectaciones a las relaciones con los trabajadores, clientes, proveedores, etc. Finalmente, los *Business Risks* son aquellos riesgos que no se encuentran en alguna de las categorías previamente mencionadas y que afectan al negocio en específico.

Como se puede apreciar de la definición del MAC usada en el caso Genesco, las principales exclusiones suelen consistir en “(A) the announcement of the execution of this Agreement or the pendency of consummation of the merger... (B) changes in the national or world economy or financial markets as a whole or changes in general economic conditions that effect the industries in which the Company and the Company Subsidiaries conduct their business... (C) any change in applicable Law, rule or regulation or GAAP or interpretation thereof after the date hereof... (D) the failure, in and of itself of the Company to meet any published or internally prepared estimates of revenues, earnings or other financial projections, performance measures or operation statistics... (E) a decline in the price, or a change in the trading volume... (F) compliance with the terms of, and taking any actions required by, this Agreement, or Merger Sub after the date of this Agreement (other than actions or omissions specifically contemplated by this Agreement).”

De igual manera, en el contrato entre Javelin Pharmaceuticals y Hospira, las excepciones consistieron en “(a) a decrease in the market price of shares of Company Common Stock in

¹²⁶ DAVIDOFF, Steven M. “The Big MAC”. En *DealBook*, The New York Times, 2008: “The parties can agree any carve-out they wish, but generally parties negotiate carve-outs that allocate market and systematic risks to the buyer...”; HERMAN, Andrew M. y Bernanrdo L. PIERECK. “Revisiting the MAC Clause in Transaction”. En *Business Law Today*, The ABA Business Section’s Online Resource, 2010, pp. 1: “As we progress out of the crisis, buyers must understand that unless they expressly bargain for different risk allocation among the parties, they assume virtually all market and systemic risks affecting a target’s business and assets at signing under current Delaware law.”

and of itself... (b) changes in conditions in the United States or global economy or capital or financial markets generally, including changes in interest or exchange rates, (c) changes in general legal, tax, regulatory, political or business conditions in the countries in which the Company does business, (d) general market or economic conditions in the pharmaceutical or biotechnology industries... (e) changes in GAAP, (f) the announcement or pendency of the transactions contemplated by this Agreement and compliance with the terms and conditions of this Agreement, (g) acts of war, armed hostilities, sabotage or terrorism, or any escalation or the significant worsening of any such acts of war, armed hostilities, sabotage or terrorism threatened or underway as of the date of this Agreement, (h) earthquakes, hurricanes, floods, or other natural disasters, (i) the fact, in and of itself (and not the underlying causes thereof) that the Company or its Subsidiaries failed to meet any projections, forecasts, or revenue or earnings predictions for any period... or (k) any action taken by the Company at the request or with the consent of any of the Buyer Parties”.

Según el Nixon Peabody MAC Survey del 2014, de 235 transacciones el 96% incluyó como excepciones los cambios generales en la economía o en el negocio, el 90% incluyó cambios en el derecho aplicable y actos de terrorismo, el 89% incluyó los cambios en las condiciones generales de la industria del target y actos de guerra, el 88% incluyó cambios en los principios de contabilidad generalmente aceptados, el 83% incluyó cambios derivados del anuncio de la operación, el 77% incluyó cambios en el mercado de capitales y en las condiciones políticas, el 76% incluyó actos derivados de acciones requeridas o permitidas por el contrato, el 75% incluyó actos de dios (acts of God), el 72% incluyó cambios derivados de no alcanzar las ganancias proyectadas, el 70% incluyó cambios en la interpretación del derecho por las cortes o las entidades gubernamentales y el 66% incluyó cambios en el precio de cotización o en el volumen de transacciones de las acciones del target¹²⁷.

Cabe mencionar que tal asignación de riesgos a través de las excepciones tiene una particularidad en las operaciones de financiamientos. Mientras que en las operaciones de M&A las excepciones asignan los riesgos de mercado y sistémicos al comprador para que éste no pueda salir de la operación ante cambios adversos, por ejemplo, en la economía en

¹²⁷ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 13th Annual MAC Survey, 2014, pp. 6 y ss.

general o en los mercados financieros, en los financiamientos estos riesgos no son asumidos por la parte que quiere ejecutar el MAC.

En un préstamo, el banco suele incluir un “Market Out”¹²⁸ o “Market MAC”¹²⁹ como condición precedente a la realización de los desembolsos. Por ejemplo, ante cambios adversos en los mercados financieros el banco podría alegar la ocurrencia de un Market MAC para suspender los desembolsos o terminar el contrato. Esto tiene lógica desde que el banco se opondrá a prestar dinero a alguien que pueda tener dificultades financieras para pagar el préstamo.

Teniendo en cuenta la recomendación del Loan Market Association (LMA), un Market MAC típico suele tener la siguiente redacción como condición a las obligaciones del banco:

“The absence, in the Mandated Lead Arranger’s opinion, of any event(s), development(s) or circumstance(s) (including any material adverse change or the continuation or worsening of existing circumstance(s) or any combination thereof) which in its opinion, has (have) adversely affected or could adversely affect the international or any relevant domestic syndicated loan, debt, bank, or capital market(s), and which could prejudice syndication of the Facilities, during the period from the date of this letter to the date of signing of the Facility Documents.”¹³⁰

En conclusión, mientras que la regla indiscutible en las operaciones de M&A es que los riesgos de mercado sean asumidos por la parte en cuyo favor se pactó el MAC, en los financiamientos suele ocurrir lo contrario.

f) Excepciones a las excepciones

El mejor MAC para el comprador es aquél que no contiene excepciones (como en el caso de IBP y Tyson Foods). Sin embargo, dada la estandarización de las excepciones al MAC, lo más probable es que el vendedor exija la inclusión de *carve outs*. En este contexto, las excepciones que se incluirán y las que se excluirán del contrato dependerán del poder de negociación de las partes. En caso el vendedor se niegue a excluir alguna excepción en

¹²⁸ HYMAN, Scott, PENNYCOOK, Carol y Nicholas WILLIAMS. “Material Adverse Change Clauses: Decoding a Legal Enigma”, *Óp. Cit.*, pp. A-1: ““Market Out” clause, is typically a condition precedent to the availability of funding.”

¹²⁹ MEHTA, Suhrud. “Material Adverse Change Clauses in Adverse Markets”, *Óp. Cit.*, pp. 2.

¹³⁰ Ídem.

específico, aún el comprador tiene una alternativa para reducir el ámbito de aplicación de dicha excepción, y en consecuencia, ampliar el ámbito de aplicación del MAC que le habilite salir de la operación.

Ello se logra incluyendo excepciones a las excepciones a través de la frase “disproportionately adversely affected” o “materially disproportionate adverse effect”¹³¹. Las excepciones buscan excluir aquellos riesgos que afectan a todas las empresas en general, como podría darse ante cambios en la economía en general o a las condiciones generales de la industria, como en el caso de actos de terrorismo o de guerra. Sin perjuicio de que un cambio material pueda afectar de manera similar a todas las empresas de una industria, podría suceder que dicho cambio afecte de manera especial al target. En este sentido, un cambio en la industria afectaría a todas las empresas por igual pero especialmente y de manera material y desproporcional al target. Con la inclusión del término “disproportionate”, el comprador podrá alegar la ocurrencia de un MAC ante la ocurrencia de un cambio que a pesar de estar excluido como excepción, afecta de manera “desproporcionalmente adversa” al target.

Como habíamos mencionado, a través de los *carve outs* se asigna al comprador los riesgos de mercado y los riesgos sistémicos, los cuales afectan a todos los vendedores en generales y a nadie en particular. Pero a través de los *carve outs* a los *carve outs* se asigna sobre el vendedor el riesgo de cambios adversos desproporcionales derivados de riesgos de mercado y sistémicos¹³².

Este término suele ser considerado como un calificador de las excepciones, por el cual, se admite que el comprador no pueda alegar un MAC ante las excepciones pactadas, pero sí ante las excepciones que afecten de manera desproporcionalmente adversa al target.

El contrato suscrito entre Penn National Gaming y PNG Acquisition Company demuestra claramente cómo opera el término “disproportionate”: “... provided, however, except (other

¹³¹ REISNER, Carl L.; PAGANO, Gary J. y Joseph ROSE. “Material Adverse Clauses: Practice in an Uncertain World”, *Óp. Cit.*, pp. 2: “Often, sellers will attempt to negotiate for carve-outs to the definition of MAE that exclude events such as terrorism, war, announcement risk, market price fluctuations, changes in laws or regulations or general or industry-wide economic or business conditions. This, in turn, may lead the purchaser to insist that the carve-outs be limited to matters that do not disproportionately affect the target.”

¹³² DAVIDOFF, Steven M. “The Big MAC”. En *DealBook*, The New York Times, 10 de marzo de 2008: “... and allocate closing risk to the seller for adverse events that particularly and disproportionate affect it.”

than in clauses (A), (B), (C), (D), (H), (I) and (J) below) to the extent such changes have a materially disproportionate effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, when compared to other companies operating in the same industries in which the Company or its Subsidiaries operate...”

En el contrato suscrito entre Genesco y Finish Line, varias de las excepciones pactadas incluyeron un calificador a las excepciones, como en el caso de los cambios a los principios de contabilidad generalmente aceptados en donde dicha excepción señaló “... (C) any change in applicable Law, rule or regulation or GAAP or interpretation thereof after the date hereof, so long as such changes do not adversely affect the Company and the Company and the Company Subsidiaries, taken as a whole, in a materially disproportionate manner relative to other similarly situated participants in the industries or markets in which they operate...”. De la misma manera, en el contrato suscrito entre Javelin Pharmaceuticals y Hospira, la excepción a los cambios generales en la economía o el mercado de capitales estuvo calificada de la siguiente manera: “... (b) changes in conditions in the United States or global economy or capital or financial markets generally, including changes in interest or exchange rates (except to the extent that the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, are disproportionately adversely affected relative to other similarly situated companies in the pharmaceutical or biotechnology industries)...”.

De esta manera, el comprador podrá considerarse victorioso si a pesar de no haber podido excluir una excepción, logra calificarla, de tal manera que la misma no operará cuando tal cambio afecte al target de manera desproporcionalmente adversa. Cabe mencionar que dicha tendencia parece ser la regla. Según Pixon Peabody, en el 2007 el 89% de las transacciones estudiadas incluyeron el lenguaje “disproportionate”¹³³, mientras que en el 2014 el 93% incluyó tal calificador¹³⁴, lo cual demuestra que el uso de tal calificador ha aumentado.

Cabe mencionar que hay casos en donde se ha pactado expresamente en qué supuestos no ocurrirá un MAC y se ha especificado a la misma vez en qué supuestos en concreto sí ocurrirá, sin necesidad de calificar a las excepciones a través de la palabra “disproportionate”. Relian Resources Inc. y Orion Power Holdings Inc. acordaron que no calificarían como un

¹³³ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 6th Annual MAC Survey, 2014, pp. 4.

¹³⁴ NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 13th Annual MAC Survey, 2014, pp. 7.

MAC “changes in the power markets, electric transmission or distributions markets, financial or securities markets, or the economy in general” a menos que dichos cambios sean ocasionados “by a material worsening of current conditions caused by acts of terrorism or war (whether declared or not declared) occurring after the date of [the] Agreement.”¹³⁵

Dicho tipo de redacción se justificó en el hecho de que dos semanas antes de la firma del contrato, fue el 11 de septiembre. El ejemplo mencionado demuestra el impacto que ha tenido y tendrá en adelante los ataques terroristas en las operaciones de M&A y financiamiento¹³⁶.

Como demuestra MILLER¹³⁷, la inclusión de los “Disproportionality Exclusions” es común en los riesgos sistemáticos que se trasladan al comprador:

**Table 3. MAC Exceptions for Systematic Risks (With Disproportionality Exclusions) by Deal Type⁴²
(Percentages Expressed in Two-Digit Decimal Notation)**

| <u>MAC Exceptions for Systematic Risks (With Disproportionality Exclusions):</u> | MAC on TAR in Cash Deals | MAC on TAR in Stock Deals | MAC on TAR In All Deals | MAC on ACQ In Stock Deals | All MAC Defs |
|--|--------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|--------------|
| ECONOMY/-D | .81/.62 | .66/.38 | .74/.51 | .64/.37 | .71/.47 |
| FINANCIAL MARKETS/-D | .61/.44 | .45/.25 | .54/.36 | .43/.26 | .51/.33 |
| INDUSTRY-WIDE CHANGES/-D | .77/.63 | .63/.47 | .71/.56 | .61/.45 | .68/.53 |
| LAW/-D | .62/.28 | .61/.23 | .61/.26 | .62/.22 | .61/.25 |
| GAAP/-D | .60/.21 | .57/.20 | .59/.20 | .60/.20 | .59/.20 |
| POLITICAL CONDITIONS/-D | .39/.27 | .37/.23 | .38/.25 | .37/.23 | .38/.25 |
| WAR/-D | .63/.39 | .50/.24 | .57/.32 | .49/.24 | .55/.30 |
| TERRORISM/-D | .62/.38 | .48/.23 | .56/.32 | .49/.24 | .54/.29 |
| NATURAL DISASTERS/-D | .30/.20 | .20/.10 | .26/.16 | .18/.10 | .24/.14 |

¹³⁵ KMZ ROSENMAN. “Material Adverse Change Clauses Increasingly Scrutinized after September 11”. En *KMZ Rosenman, Client Advisory*, 2001, pp. 2.

¹³⁶ REISS, John M. y Matthew J. KAUTZ. “The events of sept. 11 bring a new threat to successful deal conclusion into focus: The materially adverse conditions clause”, *Óp. Cit.*, pp. 1 y ss.; DOOLEY, Patrick J. “M&A Escape Clauses in Light of the Terrorist Attacks”. En *Akin, Gump, Strauss, Hauer & Feld, LLP*, 2001, pp. 1 y ss.; KMZ ROSENMAN. “Material Adverse Change Clauses Increasingly Scrutinized after September 11”, *Óp. Cit.*, pp. 1 y ss; THE ECONOMIST. “Mergers Delayed: Wait and See”. En *The Economist*, 27 de septiembre de 2001: “For investment bankers, life was already glum before the horror of September 11th. Since then, it has grown even bleaker, with the cancellation or postponement of several mergers and acquisitions. In the two weeks after the attack, 20 companies cancelled \$15 billion-worth of mergers, according to Bloomberg, a financial-news company.”

¹³⁷ MILLER, Robert T. “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 119.

g) ¿Qué es en sí mismo un material adverse change?

Nadie sabe. Hasta el momento hemos explicado que la definición del MAC contiene un *field of change*, *carve outs* y *carve outs* a los *carve outs*. Sin perjuicio de que la cláusula MAC puede tener la extensión de una página completa, en ningún lado se explica qué es en sí mismo un *material adverse change*.

La definición de MAC en su naturaleza es circular. Se define como Cambio Material Adverso cualquier efecto o evento que produzca un cambio adverso en la compañía. Paradójicamente la definición del MAC no define en sí mismo qué es un MAC. La definición está destinada a distribuir ciertos riesgos entre las partes y a determinar en qué supuestos una de ellas podrá salir de la operación.

Se suele señalar que la determinación del MAC dependerá de las cortes, las cuales deberán descubrir la común intención de las partes para establecer el significado de “*materially adverse*”¹³⁸. Sin embargo, dicha búsqueda es inútil desde que las partes no definen qué cosa es un MAC. Dado que el MAC consiste en eventos desconocidos, las partes no saben qué podrá producir un MAC. Pero lo que sí pueden hacer es redactar el MAC de tal manera que se haga más fácil o complicado probar la ocurrencia de un MAC. Un MAC con un mayor *field of change*, que tenga el fraseo “could reasonably result in” y que incluya pocas excepciones será más favorable que un MAC con un *field of change* restringido, con el fraseo “will” y con un gran listado de excepciones sin calificaciones.

Todos estos criterios ayudarán a determinar y probar si en el caso en concreto ha ocurrido un MAC pero ninguno de ellos permitirá saber qué es un MAC según el contrato dado que tal significado no existe. Por ello se define que un efecto material adverso es cualquier cosa que genera un efecto material adverso en el target. La determinación de cuándo realmente ha ocurrido un MAC dependerá del caso en concreto y será resuelto por el tribunal competente. Como explicaremos más adelante, es la definición circular, general y ambigua del MAC lo que lo hace una cláusula muy útil.

¹³⁸ MEHTA, Suhrud. “Material Adverse Change Clauses in Adverse Markets”, *Óp. Cit.*, pp. 3: “In other words, the court must discover the parties’ intentions in order to establish the meaning of “materially adverse”.”

h) El MAC subjetivo

Un aspecto muy interesante a tener en cuenta es el pacto de la cláusula MAC en operaciones de financiamiento (*loan agreements*). Como hemos mencionado en el inicio de este trabajo, si bien los contratos de Fusiones y Adquisiciones y financiamientos pueden tener diferencias estructurales importantes, los instrumentos contractuales suelen ser similares. En ambos tipos de contratos se pactan condiciones precedentes, representaciones y garantías, remedios, cláusula MAC y otros.

Lo normal sería que la definición de la cláusula MAC en operaciones de M&A sea igual o muy similar a las pactadas en contratos de préstamos. Sin perjuicio de que en el primero el MAC afecta al target (objeto del contrato) mientras que en el segundo al prestatario (una de las partes del contrato), la estructura contractual del MAC es casi idéntico. Salvo algunos extremos, siendo el más importante a quién corresponde determinar si un MAC ocurrió.

En los contratos de M&A la cláusula MAC es objetiva: si bien se puede negociar el nivel de certeza requerido (“will”, “would”, “likely”, “could”), la ocurrencia de un evento material adverso deberá ser considerado en base a parámetros objetivos y no subjetivos, lo cual será determinado por una corte como tercero imparcial cuando las partes no puedan ponerse de acuerdo.

Sin embargo, en las operaciones de financiamiento se suele redactar un MAC subjetivo: la ocurrencia de un MAC será juzgada “según la opinión del prestamista”¹³⁹.

En el caso inglés *Cukurova Finance International Limited and another [CFI] v. Alfa Telecom Turkey Limited [ATT]*¹⁴⁰, ATT y CFI celebraron un *facility agreement* por el cual el primero le prestaría al segundo US\$1.35 billones garantizado con acciones de CFI que otorgaban una

¹³⁹ DREW, Nigel y Dimitri PAPAEFSTRATIOU. “Material Adverse Change Clauses. Recent cases on Material Adverse Change Clauses”. En *DLA Piper*, 2014, pp. 3: “The Cukurova case shows what a strong position a lender is in by making the occurrence of a MAC/MAE dependant on “*its opinion*”. In that case, the lender was described as “*judge in its own case*”, and its opinion was upheld notwithstanding that the court also held that the lender’s commercial objective throughout was to take control of the shares owned by the borrower. A borrower should therefore always seek at least to include a reasonableness qualification. A lender should always document the making of its decision by eg a minute of the decision-making body.”

¹⁴⁰ *Cukurova Finance International Limited and another v Alfa Telecom Turkey Ltd* [2013] UKPC 20 (9. July 2013).

participación indirecta en Turkcell, la compañía turca más grande de operadores móviles. Estas acciones fueron transferidas a unas BVI *companies* (British Virgin Islands).

Esta transferencia fue impugnada por un tercero que alegó el incumplimiento de un convenio de accionistas (*shareholders agreement*). Un tribunal arbitral resolvió que la transferencia constituía una violación de tal convenio. ATT –alegando éste y otros eventos- aceleró el pago del préstamo en base a la emisión del laudo arbitral adverso. ATT fundamentó su pretensión en la cláusula 17 del *facility agreement* que enumera los Eventos de Incumplimiento, entre ellos, el dispuesto en el numeral 17.16:

“Any event of circumstance which in the opinion of [ATT] has had or is reasonably likely to have a material adverse effect on the financial condition, assets or business of [CFI].”

En este caso, la ocurrencia de un MAC fue pactado como un Evento de Incumplimiento que le permitía al prestamista a acelerar el préstamo. Lo interesante de esta cláusula es que la ocurrencia del MAC dependía de la opinión del prestamista. Era éste quien decidía, según su criterio –claramente parcializado- si un MAC había ocurrido o no. En este caso la Corte –por obvias razones- determinó que ATT tenía derecho a acelerar el contrato dado que probó haber realizado tal juicio para determinar si un MAC había ocurrido. La única exigencia de la Corte fue que tal juicio sea honesto y racional¹⁴¹.

De la misma manera, en el caso canadiense *Doman Forest Products Ltd v. GMAC Commercial Credit Corp.*¹⁴², se incluyó un MAC subjetivo como un Evento de Incumplimiento ante la ocurrencia “of any change in any of the Obligor’s Condition or affairs (financial or otherwise) which has a Material Adverse Effect”, en donde “Material Adverse Effect” fue definido como “a material adverse effect, as determined by Lender in its sole

¹⁴¹ SIDLE, Paul. “Privy Council decides appropriation is subject to equitable relief from forfeiture”. En *Linklaters*, Global Law Firm, febrero 2013, pp. 2: “The Privy Council considered whether Alfa could rely on the event of default that there had been an “*event of circumstance which in the opinion of [Alfa] has had or is reasonably likely to have a material adverse effect on the financial condition, assets or business of [Cukurova]*” (the **MAE clause**). The event Alfa relied on was the making of an arbitrarion award which had the potential to result in significant damages being awarded against Cukurova. The parties accepted that the MAE clause did not require an event to be objectively viewed as having an adverse effect. All that was required was that Alfa subjectively believed that an event had that effect. The belieg also had to be honest and rational. The Privy Council found that Alfa was able to rely on the MAE clause.”

¹⁴² 2005 BCSB 774 [Doman].

discretion, on, as the case may be, the Condition (financial or otherwise), operations, assets, property, business or prospects of [Doman] on a consolidated basis.”¹⁴³

En este caso se puede apreciar un MAC subjetivo más favorable que el redactado en ATT, dado que mientras que en dicho contrato el MAC era evaluado “in the opinion of [ATT]”, en GMAC el MAC podía evaluarse “in its sole discretion”. La corte canadiense concluyó que “the standard of materiality is to be measured by GMAC in its discretion, and not by measuring materiality against the objective standard of a reasonable lender in GMAC’s circumstances”. La única limitación impuesta por la corte fue que la discreción de GMAC sea un ejercicio razonable de la buena fe¹⁴⁴. Al final, GMAC pudo acelerar el préstamo pero por razones distintas a la ocurrencia de un MAC.

Claramente este tipo de definición es muy favorable para la parte en cuyo favor se pactó el MAC. Cabe precisar que si bien suele encontrarse dicho tipo de definiciones en contratos de financiamientos, su inclusión es rara en los contratos de M&A. A nuestro conocimiento no existe ningún caso en donde un vendedor haya aceptado que un comprador incluya en el contrato un MAC subjetivo (que la ocurrencia del MAC dependa de la opinión del comprador). En las operaciones de M&A el pacto del MAC es objetivo y consideramos que seguirá siendo así, sin perjuicio de que en los financiamientos se pacten MAC’s subjetivos.

i) Distribución de riesgos a través de un MAC

La transferencia de los riesgos contractuales es una de las principales funciones del Derecho Contractual que se justifica por las eficiencias que genera en beneficio de las partes¹⁴⁵. Las

¹⁴³ HYMAN, Scott, PENNYCOOK, Carol y Nicholas WILLIAMS. “Material Adverse Change Clauses: Decoding a Legal Enigma”, *Óp. Cit.*, pp. A-3.

¹⁴⁴ MEHTA, Suhrud. “Material Adverse Change Clauses in Adverse Markets”, *Óp. Cit.*, pp. 3: “If a MAC clause provides that the bank can make the MAC determination “in its sole discretion”, this improves the position but there remains a risk of challenge. Banks should assume that English courts are unlikely to find that this provision confers the right to invoke the MAC clause arbitrarily or without justification.”

¹⁴⁵ TRIANTIS, George G. “Unforeseen Contingencies. Risk Allocation in Contracts”. En BOUCKAERT, Boudewijn y Gerrit DE GEEST. *Encyclopedia of law and economics*. UK: Edward Elgar, 2000, pp. 101: “The contractual allocation of risks has significant efficiency consequences because it sets investment incentives for each party (resource allocation) and exploits differences in their respective risk-bearing capabilities (risk-sharing).”

operaciones más complejas no consisten en contratos de ejecución instantánea, sino en contratos que deberán ejecutarse a lo largo del tiempo o que siendo de ejecución instantánea son diferidos (como la compra de empresas en donde se distingue entre la firma y el cierre). El hecho que la ejecución de un contrato se extienda en el futuro genera incertidumbre, lo que a su vez produce riesgos. El Derecho de Contratos está destinado a asignar dichos riesgos entre las partes de manera eficiente¹⁴⁶.

Estos riesgos serán asignados, en primer lugar, por la normativa aplicable (de ser el caso). En un segundo momento, las partes podrán reasignar los riesgos pactando en contra de lo dispuesto por la regla supletoria (*default rule*). En este último caso, el derecho de contratos no debe preocuparse en la asignación de riesgos, sino en ejecutar la distribución de riesgos pactada en el contrato, el cual se presume como eficiente al ser las partes quienes tienen mayor información sobre la rentabilidad del contrato y de cómo deben asignarse los riesgos.

De esta manera, cuando las partes transfieren un riesgo, lo que hacen es reasignar las consecuencias negativas de la materialización de una contingencia. Por contingencia entiéndase la posibilidad de ocurrencia de un evento temido que ocasione consecuencias negativas (pérdidas, daños, costos adicionales). De allí que para evaluar el riesgo debemos tener en cuenta la magnitud del perjuicio y la posibilidad de que el mismo ocurra:

$$\text{Riesgo} = \text{Daño} * \text{Probabilidad}^{147}$$

Cuando estamos ante riesgos previsible, lo común es que el riesgo lo asuma la parte que puede evitar el daño al menor costo al ser la opción eficiente, lo que se conoce como el

¹⁴⁶ POSNER, Richard A. y Andrew M. ROSENFELD. "Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis". En *The Journal of Legal Studies*, Vol. 6, No. 1, 1977, pp. 88.

¹⁴⁷ Esta fórmula se hizo conocida en la literatura americana gracias a los aportes provenientes del Análisis Económico del Derecho de manos del Juez Learned HAND. En un primer pronunciamiento, *Conway v. O'Brien* (111 F.2d 611 (2d Cir. 1940)), HAND señaló que el nivel de diligencia de un agente estará determinado por tres factores: la probabilidad de que ocurra el daño, la magnitud del mismo y los intereses que debe sacrificar el agente para evitar el daño. Sin embargo, la fórmula de HAND en sí fue propuesta recién en *United States v. Carroll Towing Co.* (159 F.2d 169 (2d Cir. 1947)), en donde HAND señaló que la responsabilidad del agente dependerá de si B (*burden* o el costo de ser diligente) es menor a L (*loss* o pérdida) multiplicado por P (*probability* o probabilidad). En otras palabras si $B < PL$. Véase: POSNER, Richard A. "Guido Calabresi's The Cost of Accidents: a Reassessment". En *Maryland Law Review*, Vol. 64, N° 1, 2005, pp. 19-20.

*cheapest cost avoider*¹⁴⁸. Si una parte se encuentra en mejor posición para evitar que el evento temido ocurra, entonces ella deberá asumir dicho riesgo dado que así tendrá los incentivos para realizar inversiones destinadas a evitar dicho riesgo. Si el costo de ser diligente es menor al costo esperado de la contingencia, es eficiente ser diligente.

Por otro lado, cuando estamos ante riesgos imprevisibles, la solución es similar. A pesar de que las partes no puedan prever determinado riesgo, siempre habrá una parte que pueda, no evitarlo, pero sí *asumirlo* o *soportarlo* a menor costo, lo que se conoce como el *superior risk bearer*¹⁴⁹. Esto se podría lograr con la asunción de un aseguramiento por parte de quien asume el riesgo, lo cual se verá compensado en una mayor contraprestación. A diferencia del *cheapest cost avoider*, en el *superior risk bearer* se trata de identificar a la parte que pueda soportar (y no evitar) el riesgo a menor costo.

Como vemos, alguien tendrá que asumir los riesgos previsibles e imprevisibles, y dicha asunción de riesgos podrá determinarse por las normas supletorias o por pacto entre las partes. En el caso de las operaciones de M&A la distribución eficiente de riesgos es resultado de las negociaciones entre las partes dado que no existe –y nunca debería existir– algún código que regule expresamente las disposiciones contractuales que las partes puedan pactar en un contrato de fusiones y adquisiciones.

Cabe precisar que cuando nos referimos a riesgos previsibles o imprevisibles, la distinción está basada en los bajos o altos costos de transacción. Los riesgos previsibles son aquellos cuyo costo de previsión es razonable, y por ello, es internalizado voluntariamente por las partes. Por el contrario, los riesgos imprevisibles son aquellos cuyo costo de previsión es muy alto, lo cual no quiere decir que no puedan preverse en sentido estricto, sino que no vale la pena hacerlo por los altos costos. Las partes no se toman la molestia de gastar en cosas que podrían no ocurrir. Resulta más rentable no prever el riesgo “imprevisible” si descontamos

¹⁴⁸ La noción del *cheapest cost avoider* fue difundida por Guido CALABRESI como uno de los métodos a ser empleados para reducir, en específico, los costos de ser diligente, y en general, los costos de los accidentes. Véase: CALABRESI, Guido. *The Cost of Accidents: A Legal and Economic Analysis*. New Heaven: Yale University Press, 1970.

¹⁴⁹ POSNER, Richard A. y Andrew M. ROSENFELD. “Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis”, *Op. Cit.*, pp. 90; TRIMARCHI, Pietro. “Commercial Impracticability in Contract Law: An Economic Analysis”. En *International Review of Law and Economics*, Vol. 11, 1991, pp. 63-64.

la baja probabilidad de ocurrencia y los altos costos de transacción. (Como veremos más adelante en la sección 3.2.4, esta categoría de riesgos previsibles e imprevisibles deberá confrontarse con la categoría de la incertidumbre o *ambiguity* –cuyo origen no se encuentra en el *law & economics* sino en el *behavioral finance*).

Teniendo en cuenta lo mencionado, podemos entender cómo se transfieren los riesgos con el pacto de un MAC y por qué. Para ello, tengamos en cuenta que el pacto de un MAC estándar está compuesto por MAC objects, excepciones y excepciones a las excepciones. La redacción de un MAC permitirá identificar cuáles son los riesgos *materiales e inmateriales* adversos que son soportados por el target y el comprador (en términos más generales, entre la parte y la contraparte).

En primer lugar, el target soportará los riesgos materiales adversos que afecten los negocios, resultados de operaciones, condición financiera, activos y pasivos del target, lo cual permitirá al comprador ejercer los remedios pactados en el contrato ante el deterioro del target, entre ellos, cancelar la operación. Sin embargo, no todo riesgo material adverso será trasladado al target. En un segundo momento, el target podrá reasignar ciertos riesgos para que sean soportados por el comprador. Estos riesgos se “devuelven” del target al comprador a través de las excepciones. De esta manera, riesgos materiales adversos que podrían generar un MAC no lo harán –según el contrato- cuando dichos riesgos sean reasignados al comprador a través de las excepciones o *carve outs*.

Estos riesgos soportados por el comprador (asignados a través de las excepciones del MAC) suelen ser, en terminología de MILLER, los *systematic, indicator y agreements risks*. Cabe precisar que a través de las excepciones el comprador asume tanto los riesgos materiales e inmateriales mencionados. Esto se debe a que mientras no ocurra un MAC, todos los riesgos inmateriales son irrelevantes y no otorgarán al comprador ningún remedio. En otras palabras, el comprador asume los riesgos inmateriales sistémicos, de indicador y del acuerdo. Pero también asume los riesgos materiales adversos siempre que hayan sido objeto de excepciones. En principio, estos riesgos afectan a todas las empresas de una industria por

igual o son inherentes a la operación y al ser previamente conocidos por el comprador, éste no podría alegar un MAC¹⁵⁰.

Es necesario realizar una precisión muy importante respecto a un debate entre Ronald J. GILSON & Alan SCHWARTZ¹⁵¹ y Robert T. MILLER¹⁵² sobre cuál es la asignación eficiente de riesgos entre las partes a través de un MAC.

GILSON & SCHWARTZ proponen el “Investment Theory”. Se parte de la presunción de que el vendedor no tiene interés en la empresa después del cierre (etapa post cierre). El vendedor (digamos, un accionista mayoritario) recibirá el dinero y se irá de vacaciones, dejando el futuro del target en manos del comprador. Si esto es así, se deben crear los incentivos necesarios para que el vendedor haga todo lo posible para que entre la firma y el cierre, el target no disminuya su valor y llegue al cierre con un valor menor en comparación al valor que tenía en el momento de la firma del contrato.

Esto se logrará asignando correctamente dos tipos de riesgos: los riesgos endógenos (aquellos propios del target y que se encuentran dentro de su control) y riesgos exógenos (aquellos externos al target y que se encuentran fuera de su control). El pacto de un MAC asignará correctamente los riesgos mencionados si el target asume los riesgos endógenos y el comprador los riesgos exógenos, de manera que si algún riesgo endógeno llegara a materializarse, el comprador podrá alegar el MAC y salir de la operación. Esto genera los incentivos adecuados para que el vendedor realice las inversiones necesarias en el target para que no éste no sufra un MAC.

En términos de análisis económico del derecho contractual, el análisis de GILSON & SCHWARTZ parece impecable. Sin perjuicio de la elegancia que caracteriza al análisis económico, la racionalidad económica y financiera del pacto de un MAC va más allá del “Investment Theory” y el problema del *moral hazard* identificado por los prestigiosos

¹⁵⁰ MILLER, Robert T. “The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 2007 y ss.

¹⁵¹ GILSON, Ronald y Alan SCHWARTZ. “Understanding MACs: Moral hazard in acquisitions”, *Óp. Cit.*, pp. 330.

¹⁵² MILLER, Robert T. “The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 2070 y ss.

autores. Esta teoría no permite explicar realmente cómo funciona la cláusula MAC y cuál es la racionalidad subyacente al pacto de tal cláusula.

Como explica MILLER, desde que GILSON & SCHWARTZ presumen que el vendedor no tiene incentivos para invertir en el target dado que con el cierre los costos y beneficios de los negocios del target ya no serán asumidos por él sino por el comprador, los autores limitan su teoría a los *cash deals*. Sin embargo, las operaciones de M&A de mayor trascendencia suelen estructurarse no a través de la compraventa de acciones, sino a través de fusiones (*mergers*) conocidas en el derecho americano como *stock-for-stock* y *stock-and-cash deals*. En otras palabras, nos referimos a fusiones en donde: (i) la contraprestación a ser pagada por el comprador consiste solo en acciones o en acciones más dinero, y (ii) el vendedor seguirá expuesto al negocio de la empresa resultante de la fusión.

Como demuestra MILLER, el pacto del MAC suele ser similar tanto en los *cash deals* como en los *stock-for-stock* y *stock-and-cash deals*¹⁵³. Si esto es así, una explicación correcta sobre la distribución de riesgos a través del MAC debe aplicarse a todo tipo de operación de M&A y no limitarse a un supuesto en específico. Incluso, tengamos en cuenta que los casos más importantes sobre MAC *litigations* consistieron en fusiones y no en adquisiciones. Por ende, MILLER señala que la teoría de GILSON & SCHWARTZ es incorrecta. El vendedor ya tiene incentivos para invertir en el target desde que seguirá expuesto al negocio resultante de la fusión. En otras palabras, el MAC no genera incentivos para que una de las partes (el vendedor) realice inversiones para mantener el valor del negocio desde que ambas parten ya tienen los incentivos para hacerlo.

En el mismo sentido, teniendo en cuenta la aplicación del MAC a las fusiones, existe otra razón que no solo desvirtúa la aplicación del “Investment Theory”, sino que explica cuál es la verdadera racionalidad subyacente a la cláusula MAC respecto a la distribución de riesgos entre las partes. Según GILSON & SCHWARTZ, estaremos ante una distribución eficiente de riesgos cuando el target asuma los riesgos endógenos y el comprador los riesgos exógenos, de manera que se generan los incentivos necesarios para que el vendedor invierta en el target y evite que el comprador pueda alegar con éxito la ocurrencia de un MAC y cancele la operación.

¹⁵³ Ídem, pp. 2065.

Sin embargo, ello no ocurre en la práctica del *drafting* del MAC. En realidad, el comprador suele asumir ciertos riesgos endógenos a pesar de que el target sea quien pueda evitarlos o asumírselos a menor costo. Como señala MILLER:

“The function of MAC Conditions, however, is not to motivate targets to make these investments. There is one overriding reason and several lesser and related reasons for this. The overriding reason is that, with respect to the investments in all of Gilson and Schwartz’s three categories, *mergers agreements generally assign the relevant risks to the acquirer, not to the target*. The risks are simply not allocated the way Gilson and Schwartz think they are... Hence, because Gilson and Schwartz are simply mistaken about how the relevant risks are usually allocated, their explanation of the allocation cannot possibly be right for the vast majority of cases.”¹⁵⁴

La primera pregunta que nos debemos hacer es la siguiente: ¿por qué se traslada al comprador riesgos que el target está en mejor posición de evitar o asumir? Si esto no es eficiente, ¿en dónde recae la racionalidad de la distribución de riesgos a través de un MAC? Más aún, tengamos en cuenta otro aspecto que el “Investment Theory” no puede explicar. Si nadie puede evitar los riesgos sistemáticos –lo cual es una característica inherente a este tipo de riesgo- se entiende que cada parte deba asumir su propio riesgo sistemático. En una fusión, en donde el pacto del MAC sirve para ambas partes, cada parte debería asumir su propio riesgo sistemático. Sin embargo en la práctica ocurre totalmente lo contrario. Como señala MILLER:

“The combined effect of these provisions is that, in stock-for-stock and cash-and-stock deals, *targets and acquirers use MAC Exceptions to temporarily swap exogenous risks during the interim period* –that is, the acquirer is bearing exogenous risks of the target and the target is bearing exogenous risks of the acquirer.”¹⁵⁵

Entonces, debemos hacernos una segunda pregunta –relacionada con la primera: ¿por qué el MAC distribuye los riesgos de tal manera que el comprador asume el riesgo sistemático del target y el target asume el riesgo sistemático del comprador? ¿Acaso el comprador se encuentra en mejor posición para asumir, no su propio riesgo, sino el riesgo sistemático del target y el target se encuentra en mejor posición para asumir, no su propio riesgo, sino el riesgo sistemático del comprador?

¹⁵⁴ Ídem, pp. 2060.

¹⁵⁵ Ídem, pp. 2068.

Esto nos llevaría al absurdo de afirmar que un target que vale \$5 millones de dólares se encuentra en mejor posición para asumir el riesgo sistemático de un comprador que vale \$150 millones de dólares. De esta manera, a través de un MAC no se están asignando los riesgos sistemáticos (en términos de MILLER) o los riesgos exógenos (en términos de GILSON & SCHWARTZ) a una parte que se encuentre en mejor posición para asumirlos.

Claramente, la racionalidad de la asignación de riesgos a través de un MAC no puede explicarse en base a la teoría económica tradicional del derecho de contratos. Para MILLER, la racionalidad subyacente se encuentra en las graves consecuencias que pueda sufrir el target si un comprador alega –exitosamente o no- la ocurrencia de un MAC ante riesgos sistemáticos. En otras palabras, se deben contraponer los beneficios del comprador en alegar un MAC y los perjuicios del target en no poder cerrar la transacción.

Para entender este razonamiento debemos distinguir entre dos tipos de riesgos: (i) el riesgo sistemático (tal y como lo conocemos), y (ii) el riesgo de que el comprador *declare públicamente que el target ha sufrido un MAC* ante la materialización de un riesgo sistemático.

Si el comprador no asume los riesgos sistemáticos del target podría alegar en cualquier momento la ocurrencia de un MAC, sea de manera oportunista para renegociar la reducción de precio, o de manera honesta para salir de la operación. En ambos supuestos el target es el perdedor: tendrá que aceptar un precio menor sino quiere quedarse sin operación o se quedará sin operación. Claramente la peor situación para el target es quedarse sin operación y ser calificado por el mercado como un producto defectuoso (*damaged goods*). Queremos resaltar que las consecuencias negativas de la declaración pública de la ocurrencia de un MAC pueden ser tales que lleven al target a la quiebra.

Peor aún, el comprador revelaría información privada con ocasión de explicar el fundamento de su acusación:

“In reported MAC litigations, the dispute between the parties has often led to the public disclosure of such ordinarily confidential information as disappointed expectations about possible sales, adverse comments from the SEC on a party’s securities filings and financial statements, disappointing internal financial information, estimates of litigation

costs and potential litigation liabilities from a mass toxic tort, and details of problems with new information and accounting systems.”¹⁵⁶

Teniendo en cuenta los costos generados por la declaración pública por parte del comprador de la ocurrencia de un MAC en el target, estaríamos siempre ante una situación ineficiente si el comprador pudiera asustar en cada momento al vendedor y en el peor de los casos, cancelar la operación y dejar en el mercado a un target con la etiqueta de “defectuoso”. Por ello, se entiende claramente por qué ante la declaración de un MAC las partes terminan renegociando el contrato, sea a través de la reducción del precio o la reconversión de la transacción. El target prefiere cualquier tipo de renegociación a quedarse sin transacción y con un certificado público que lo condene como defectuoso. Dicha calificación podría perjudicar las relaciones con sus trabajadores, proveedores, clientes e incrementar el costo de obtención de *equity* y deuda.

La asignación del riesgo sistemático del target al comprador es un medio para evitar situaciones ineficientes al eliminar un riesgo especial y en concreto: el riesgo de la declaración de un MAC cuando la cancelación de la operación sea ineficiente¹⁵⁷.

La misma lógica es explicada por MILLER en un trabajo diferente¹⁵⁸ en relación a los *business risks* (aquellos distintos a los riesgos anteriormente mencionados, que son ordinarios del negocio de target, que se encuentran dentro de su control y que no suelen asignarse a través de las excepciones del MAC). A pesar de que el target sea el *cheapest cost avoider* o al menos

¹⁵⁶ Ídem, pp. 2076-2077.

¹⁵⁷ Ídem, pp. 2074-2075: “My contention is that, by shifting a systematic risk from one party to another, MAC Conditions in fact eliminate a different risk arising from that systematic risk during the acquisitions process. By shifting a systematic risk of a party to the counterparty during the interim period, the MAC Condition safeguards the party against the risk *that its counterparty will, either honestly or opportunistically, declare a MAC on it on the basis that the systematic risk has materialized*. It is critical here to distinguish these two risks –the underlying systematic risk, on the one hand, and the risk that a counterparty will declare a MAC on the party on the basis that the systematic risk has materialized, on the other. The former is a risk arising from factors affecting firms generally; the latter is a risk arising from the business combination transaction between the parties... If this latter risk materializes, then not only does the party suffer whatever harm it would otherwise have suffered from the economic downturn, but it also suffers the additional harm of having the fact of the underlying harm being publicly attested to by its merger partner... If the counterparty successfully cancels the deal (either because the party acquiesces in the declaration of a MAC because it believes it cannot successfully litigate the matter, or because the party litigates the matter and loses), then there is a public certification that the company is, in effect, damaged goods.”

¹⁵⁸ MILLER, Robert T. “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”, *Op, Cit*, pp. 99 y ss.

el *superior risk bearer* de este tipo de riesgos, solo los *material business risks* son asumidos por el target pero no los *immaterial business risks*. Es eficiente que el target asuma el deterioro por contingencias graves que deriven del negocio siempre y cuando sean materiales en términos del MAC, pero no es eficiente que soporte los riesgos inmateriales. Si el target asume los riesgos inmateriales, el comprador podría comportarse de manera oportunista y exigir una renegociación ineficiente con el solo propósito de conseguir una mayor rentabilidad injustificada en perjuicio de su contraparte (lo que se conoce como *rent-seeking*)¹⁵⁹.

Por ello, a pesar de que el target sea quien mejor pueda evitar o asumir los *immaterial* y *material business risks*, se ha señalado que en relación a los *business risks*, es eficiente que el target asuma el *material business risk* mientras que el comprador asuma el *immaterial business risk*, con el fin de evitar las ineficiencias del comportamiento oportunista del comprador.

En resumen, a través de las excepciones el comprador asume los *immaterial* y *material systematic, indicator* y *agreement risks*. En defecto de pacto de excepciones, la regla supletoria es que el comprador asume los *immaterial business risks* mientras que el vendedor asume los *material business risks*.

Teniendo en cuenta lo mencionado, aún el comprador podría hacer algo para balancear la asignación de riesgos determinada por las excepciones: pactar excepciones a las excepciones. Para ello puede utilizar el calificador “adversamente desproporcional”. Sin perjuicio de que los riesgos sistemáticos o de mercado, de indicador y del acuerdo afecten a todas las empresas por igual –y puedan ser catalogados como riesgos generales- o que sean inherentes a la operación, existen riesgos que por mala suerte del target lo pueden afectar de manera particularmente desproporcional en relación a las demás empresas de la industria. Tales

¹⁵⁹ MILLER, Robert T. “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”, *Óp, Cit.*, pp. 162: “If the risk of immaterial adverse changes in the party’s business were allocated to the party rather than the counterparty, however, the counterparty could credibly threaten to cancel the deal if the party’s business was impaired between signing and closing, no matter how slightly. The counterparty might do this not because the transaction had become unattractive for it, much less because the transaction had become inefficient as a whole (neither would usually be the case), but opportunistically –i.e., in the hopes of renegotiating the purchase price downwards and obtaining for itself a larger share of the joint surplus created by the transaction.”

riesgos son reasignados al target a través de la inclusión del calificador “desproporcional” y otorgan al comprador la posibilidad de alegar un MAC.

En conclusión, el comprador podrá alegar un MAC cuando se materialice un cambio material adverso en los MAC objects que no se encuentren expresamente excluidos en el contrato, y en caso si lo estén, que hayan sido calificados como desproporcionales.

Por ello, no debe parecer raro que un comprador sustente la alegación de un MAC en virtud de un riesgo que ha sido calificado como desproporcional. En este caso la batalla entre las partes no se centrará en determinar si ocurrió un MAC o no; por el contrario, teniendo en cuenta que un MAC ha ocurrido, el vendedor intentará probar que el MAC es uno que está excluido en virtud del contrato mientras que el comprador intentará probar que el MAC fue particularmente desproporcional.

El propósito de la presente sección fue explicar la definición del MAC desde la perspectiva de un *drafter*. El primer paso a tener en cuenta al momento de hablar de la cláusula MAC es la definición del mismo, del cual dependerá el ámbito de aplicación, las excepciones y la calificación de las excepciones.

La ausencia de un MAC suele ser una condición precedente al cierre. Dado que el instituto de las *conditions precedent* tiene origen en el derecho anglosajón, es necesario analizarla para determinar cuál sería su naturaleza jurídica en un ordenamiento del Civil Law como el peruano, a efectos de estudiar la aplicación de la cláusula MAC en concreto como condición al cierre.

3.2.2 Las condiciones precedentes

Las condiciones precedentes se encuentran estandarizadas en los contratos de adquisiciones y de financiamientos. Se trata de provisiones que especifican ciertos requerimientos que deberán satisfacerse antes que una parte se encuentre obligada a ejecutar el contrato. En los contratos de adquisiciones, la fecha de firma (*signing date*) y la fecha de cierre (*closing date*)

pueden diferir y no ser simultáneas¹⁶⁰. Suele haber un periodo intermedio entre la fecha en que las partes firman el contrato (y se vinculan a un contrato válidamente constituido), y la fecha en que se cierra la operación y se produce tanto la transferencia de las acciones como el pago del precio.

En este contexto, el cierre se encuentra condicionado al cumplimiento de ciertos requerimientos asumidos por cada parte. Debemos precisar que no solo se trata de requerimientos que puedan ser “cumplidos en sentido estricto” por cada parte -como se entendería en término civiles- pues también involucran la distribución del riesgo de ocurrencia de determinados eventos. Un claro ejemplo de esto último es la ausencia de un MAC hasta la fecha de cierre. Por ello, cuando nos refiramos coloquialmente al “cumplimiento” de las condiciones, dicha frase deberá entenderse en términos amplios para incluir tanto los requerimientos que deba ejecutar una parte como a los riesgos que deba soportar hasta la fecha de cierre.

Dicha precisión se debe a que las condiciones precedentes no solo consisten en la ejecución de obligaciones. Creemos más conveniente señalar que las condiciones precedentes consisten en requerimientos cuyo riesgo de ocurrencia o no ocurrencia son asumidos por las partes. En otras palabras, nos encontramos ante una provisión contractual que permite la distribución de riesgos entre las partes.

Cuando las partes asumen obligaciones, tienen que realizar determinados comportamientos de dar, hacer o no hacer. Una característica de dichas obligaciones es que la prestación que la contiene sea de posible ejecución física. Por ejemplo, el vendedor se podría obligar entre la firma y el cierre a manejar la empresa de manera ordinaria, de no hacer inversiones o a entregar determinada documentación financiera.

Pero hay situaciones que no pueden ser cubiertas por la ejecución de una prestación. Las situaciones que escapen a la cobertura de las obligaciones podrán incluirse en las

¹⁶⁰ DAVIDOFF, Steven M. “The Big MAC”. En *DealBook*, The New York Times, 10 de marzo de 2008: “When a company agrees to be acquired, there will almost always be a period of time between when the original acquisition agreement is executed and the transaction is completed. A MAC clause is a means for the parties to contractually allocate who will bear the risk of adverse events during this interim period.”

representaciones y garantías¹⁶¹ o en la cláusula MAC, por ejemplo¹⁶². En tales supuestos, no estamos ante requerimientos asumidos por las partes en términos obligacionales, en el sentido de tener que realizar algún acto de conducta como cooperación. Por el contrario, estamos ante asunciones de riesgos. En el caso de las declaraciones y garantías, estamos ante asunciones objetivas de riesgos, en donde no interesa la culpa ni el dolo para que el declarante sea responsable por la falsedad o inexactitud de la declaración. El declarante responde por la simple inexactitud y falsedad de su afirmación. Por otro lado, en la cláusula MAC estamos ante riesgos que asumen las partes respecto a la ocurrencia de eventos ajenos a su esfera de control por ser desconocidos.

De esta manera, preferimos señalar que las condiciones precedentes son provisiones que especifican ciertos requerimientos¹⁶³ cuyo riesgo de incumplimiento serán asumidos por alguna de las partes, en donde dicho incumplimiento dará derecho a la parte en cuyo beneficio se estipuló a negarse a cerrar la transacción. Como hemos mencionado, el término “incumplimiento” no se reduce a la inejecución de una obligación, sino también abarca la falsedad o inexactitud de una representación, la ocurrencia de un MAC o cualquier pacto que pueda incluirse como objeto de una condición precedente. Por ende, cuando señalemos que “una condición se incumplió” se deberá entender que lo dispuesto por la condición no ocurrió.

Las condiciones precedentes suelen pactarse principalmente en favor del comprador, pero también en favor del vendedor. Todo dependerá del tipo de transacción. En una compraventa de acciones (SPA), las condiciones precedentes estarán pensadas principalmente en favor del comprador. Debido a la naturaleza compleja y volátil de la compañía como objeto indirecto de adquisición, el comprador buscará asegurarse que el valor de la compañía no varíe de

¹⁶¹ Como veremos más adelante, las declaraciones y garantías no son obligaciones, a pesar de que muchos abogados civilistas pretendan reducir dicha categoría a la de una obligación, lo cual es incorrecto.

¹⁶² HEAD, David C. y Christopher M. PHILLIPS. “Caveat Emptor – Will Change Ever Be Materially Adverse Enough to Be a “MAC?”. En *AHLA Connections*, 2009, pp. 26: “Typically, MACs are referenced in various places in transaction documents, most prominently in the following: (1) Conditions precedent... (2) Representations and Warranties... (3) Obligations...”; CHOI, Albert y George TRIANTIS. “Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions”, *Óp. Cit.*, pp. 863: “The closing conditions fall largely into four categories: (a) representations and warranties; (b) material adverse change conditions; (c) covenants; and (d) exogenous conditions.”

¹⁶³ Preferimos el término “requerimiento” por ser más amplio que la denominación “obligación”.

manera significativa desde la fecha de firma hasta la fecha de cierre. En este sentido, las condiciones estarán destinadas a asegurar que la compañía mantenga su valor. En caso de incumplimiento de las condiciones pactadas, el comprador tendrá el derecho a retirarse de la operación sin costo alguno, esto es, sin tener que pagar algún *fee* en favor del vendedor, salvo pacto en contrario.

Por el contrario, si estamos en un *stock-for-stock deal* o *stock-and-cash deal*, dado que el comprador entregará como contraprestación acciones de la sociedad adquirente, al vendedor le importará que el valor de esa contraprestación no se deteriore. Si el vendedor adquirirá acciones del comprador, también le interesará que eventos adversos no afecten el valor de la compañía adquirente, de lo contrario, recibiría acciones de una compañía con poco valor. En este sentido, será necesario que el comprador también cumpla con determinados parámetros o asuma determinados riesgos que garanticen la estabilidad del valor de las acciones que serán entregadas a cambio de la transferencia de la sociedad objetivo. De esta manera, las condiciones precedentes podrán consistir en requerimientos a ser cumplidos tanto por el vendedor como por el comprador, lo cual dependerá del tipo de transacción en concreto.

Teniendo en cuenta lo mencionado, el remedio por excelencia en contra del incumplimiento de las condiciones precedentes es oponerse a cerrar el contrato, lo cual se concretiza en el derecho potestativo a terminar el mismo¹⁶⁴. Por ello, se ha señalado que las condiciones precedentes son un medio de protección defensivo, porque permiten a una de las partes a negarse a ejecutar el contrato¹⁶⁵.

Las condiciones tendrán vigencia desde la fecha de firma hasta la fecha de cierre, de manera que si las mismas han sido cumplidas, las partes se verán obligadas a cerrar el contrato, y en consecuencia, a realizar la transferencia y el pago del precio pactado.

Las condiciones precedentes, tal y como las hemos mencionado, son disposiciones contractuales conocidas y estandarizadas en el derecho anglosajón. La pregunta que sigue a

¹⁶⁴ CHOI, Albert y George TRIANTIS. “Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions”, *Óp. Cit.*, pp. 863: “By their terms, acquisitions agreements are not binding on the parties unless the closing conditions are satisfied or waived. In essence, therefore, they define the contingencies under which the parties are free to walk away from the deal.”

¹⁶⁵ MURPHY, Edward J.; SPEIDEL, Richard E. y Ian AYRES. *Studies in Contract Law*. New York: University Casebook Series, 1997, pp. 632.

continuación es la siguiente: ¿qué son las condiciones precedentes para el Civil Law? Cuando en el Civil Law pensamos en el término “condición”, inmediatamente pensamos en la condición como elemento accidental del negocio jurídico¹⁶⁶. Como sabemos, la condición es un pacto que puede incidir en los efectos del negocio. Cuando estamos ante una condición suspensiva que afecta al negocio, el mismo será válido pero sus efectos se encontrarán suspendidos hasta la ocurrencia del evento objetivo que forma parte de la condición. Ante la ocurrencia de tal evento, los efectos del negocio se desencadenarán. Si estamos ante una condición resolutoria, el negocio será válido y eficaz pero la cesación de dichos efectos operará ante la ocurrencia del evento previsto como condición.

Teniendo en cuenta lo mencionado, ¿podríamos señalar que las condiciones precedentes son condiciones suspensivas? Dicha respuesta es importante pues si la respuesta es afirmativa, tendremos que afirmar que en el caso de contratos de M&A sometidos a ley peruana, serán aplicables las normas supletorias e imperativas relacionadas al régimen legal de las condiciones como modalidad del acto jurídico regulado en el Libro II del Código Civil peruano.

En la experiencia americana, las condiciones en el derecho de contratos pueden clasificarse de la siguiente manera: (i) *express, inferred, and constructive*, (ii) *precedent, concurrent, and subsequent*, y (iii) *promissory y non-promissory*¹⁶⁷. A efectos del presente trabajo, solo desarrollaremos las condiciones denominadas como precedentes, concurrentes y subsecuentes.

Imaginemos el siguiente ejemplo. Supongamos que el tío Sergio es profesor de Derecho y tiene un hermano menor llamado Gabriel que está en letras y quiere estudiar Psicología. Dado que aún no está en la facultad de Psicología, Gabriel tiene que llevar diversos cursos de letras, entre ellos, el curso de Introducción al Derecho. Dado que Gabriel no tiene interés en el Derecho, el tío Sergio le hace una propuesta: “si llevas el curso de Derecho y sacas una nota igual o superior a 16, te entregaré un premio de \$100”. Gabriel lleva el curso pero saca un

¹⁶⁶ COVIELLO, Nicolás. *Doctrina General del Derecho Civil*. Mexico: UTEHA, 1938, pp. 458 y ss.

¹⁶⁷ EVANDER WILLIS, Hugh. “Promissory and Non-Promissory conditions”. En *Indiana Law Journal*, Vol. XVI, No. 4, 1941, pp. 349.

15, ¿cuál es la posición legal de ambas partes? ¿El tío Sergio puede negarse a entregar los \$100 o Gabriel puede exigir el pago prometido?

Según la sección § 224 del Uniform Commercial Code, una condición es “*an event, not certain to occur, which must occur, unless its non-occurrence is excused, before performance under a contract becomes due*”. Como vemos, el objeto de la condición es un evento cuya ocurrencia es incierta, el cual deberá ocurrir para que la ejecución del contrato sea debida. De la misma manera, la sección § 225 regula los efectos del cumplimiento e incumplimiento de la condición: “(1) *Performance of a duty subject to a condition cannot become due unless the condition occurs or its non-occurrence is excused. (2) Unless it has been excused, the non-occurrence of a condition discharges the duty when the condition can no longer occur. (3) Non-occurrence of a condition is not a breach by a party unless he is under a duty that the condition occur*”.

De esta manera, si un contrato está sujeto a una condición la obligación no será debida si la condición no ocurre.

Por ello, parece claro que la condición precedente es una condición suspensiva. Cabe precisar que en muchos contratos de financiamiento se suele redactar la frase “*due and payable*” en la cláusula de aceleración para señalar que todas las cuotas aún no vencidas deberán pagarse de inmediato. En efecto, “*due*” significa debida y “*payable*” se refiere a la exigibilidad. Por ello, una obligación que sea “*due and payable*” es una obligación que ya nació y que ya es exigible.

La doctrina americana suele diferenciar entre condiciones precedentes, subsecuentes y concurrentes. Mientras que las condiciones precedentes “*must be satisfied before a contractual duty of this type comes into existence*”, el efecto de las condiciones subsecuentes es “*to extinguish or discharge such a duty*”¹⁶⁸. Como vemos, las condiciones precedentes supeditan la existencia de la obligación contractual, lo que en términos civiles se refiere a la validez que un contrato cuyos efectos aún no nacen. Mientras que en las condiciones subsecuentes, dado que su ocurrencia extingue la obligación, estamos en términos civiles ante la cesación de los efectos de un contrato válido y eficaz.

¹⁶⁸ MURPHY, Edward J.; SPEIDEL, Richard E. y Ian AYRES. *Studies in Contract Law, Óp. Cit.*, pp. 637.

De esta manera, concluimos que las *conditions precedent* son condiciones suspensivas mientras que las *conditions subsequent* son condiciones resolutorias. En otras palabras, las condiciones precedentes que se pactan en los contratos de adquisiciones y de financiamiento y que deben sobrevivir a la fecha de cierre, son verdaderas condiciones suspensivas que supeditan la eficacia de un contrato válido a la ocurrencia de los eventos objeto de las condiciones.

Cabe precisar que las condiciones suspensivas (como las condiciones precedentes) suspenden la eficacia de un contrato pero no la estructura del contrato mismo. Por ello, el contrato nace y surte sus principales efectos estructurales, entre ellos, su vinculatoriedad. De esta manera, aunque el contrato no sea eficaz, vincula a las partes en virtud de la relación contractual nacida¹⁶⁹. Por ello, mientras la condición no se presente, las partes estarán vinculadas a un contrato válido pero provisionalmente ineficaz, cuya suerte dependerá del cumplimiento o incumplimiento de la condición. Si se cumple, el contrato será eficaz, pero si se incumple, el contrato será ineficaz de manera definitiva y automática.

Habiendo concluido que las condiciones precedentes del Common Law son las condiciones suspensivas conocidas en el Perú, las reglas supletorias e imperativas de la segunda serán aplicables a las primeras. De esta manera, los contratos de adquisición y financiamiento que se sometan a ley peruana deberán tener en cuenta la regulación de las condiciones suspensivas del Código Civil de 1984.

Ante ello, debemos realizar una precisión y una advertencia.

La precisión está relacionada a la renuncia (*waive or excuse*) en el cumplimiento de las condiciones por la parte en cuyo beneficio se estipuló la condición. A diferencia de la regulación supletoria del Civil Law, y del derecho peruano, el derecho anglosajón permite que el contratante en cuyo beneficio se pactó la condición suspensiva pueda renunciar a ella. En este sentido, si estamos ante un contrato válido cuya eficacia se encuentra supeditada a la ocurrencia de cierta condición por determinado plazo, antes del vencimiento de dicho plazo y de la ocurrencia de la condición, el beneficiario podría renunciar al cumplimiento de la

¹⁶⁹ BIANCA, Massimo. *Derecho Civil 3. El Contrato, Óp. Cit.*, pp. 563: “La ineficacia del contrato, por lo demás, es provisional, pues ella excluye el compromiso derivado del contrato pero no su vinculatoriedad, y así las partes quedan sujetas a la relación contractual y pueden liberarse solamente en los modos ordinarios de disolución del contrato”.

condición. Ejercida la renuncia, el contrato será eficaz. Incluso, dicha renuncia podría darse después de la ocurrencia del evento. Si vencido el plazo determinado la condición no se cumple, el beneficiario aún tendría la posibilidad de renunciar a dicho incumplimiento y curar la ineficacia. En tal sentido, a pesar del incumplimiento de la condición, el contrato sería eficaz debido a la renuncia.

Ello es posible desde que en el Common Law, salvo pacto en contrario, los efectos del incumplimiento de la condición no son inmediatos. En el Civil Law, si la condición se incumple, el contrato es ineficaz de manera definitiva, automática y de pleno derecho. Las partes no tienen que realizar algún comportamiento posterior para determinar la eficacia o ineficacia del contrato. Vencido el plazo de vigencia de la condición, si la misma se incumplió, el contrato será ineficaz. En el Common Law, si la condición no se cumple, las partes aún tienen la oportunidad para determinar el futuro del contrato. Si la condición no se verifica, surgirá en la parte en cuyo beneficio se pactó la condición un derecho potestativo para terminar el contrato. Se otorga una pausa para que las partes puedan subsanar la ineficacia. El otorgamiento de dicho derecho potestativo ante el incumplimiento de la condición otorga a las partes una posibilidad para renegociar los términos del contrato. Si no llegasen a un acuerdo, el contrato se terminará.

En otras palabras, el incumplimiento de la condición otorga a una de las partes el derecho a terminar el contrato, lo cual indirectamente permite suspender la ejecución mientras no se decida la suerte del mismo. Se suspenderá cuando las partes tengan la intención de renegociar los términos del contrato y se terminará cuando no haya acuerdo entre ellas.

Dicha particularidad es muy importante en los contratos de adquisición y financiamiento. A manera de ejemplo, en un contrato de compraventa de acciones en donde el vendedor asume el riesgo de la no ocurrencia de determinadas condiciones, ante el incumplimiento de las mismas, el comprador tendrá el derecho potestativo a terminar el contrato. Sin embargo, muchas veces la solución no es la terminación del contrato sino la reducción del precio. Ello ha sido confirmado por la experiencia americana. En muchos de los casos en donde se alegó la ocurrencia de un MAC, el comprador usó la posibilidad de terminar el contrato como un medio de coerción para obligar al vendedor a reducir el precio, de lo contrario, el comprador terminaría extrajudicialmente el contrato y el vendedor iniciaría un litigio para determinar si realmente ocurrió un MAC o no, lo cual resulta caro por los altos costos de litigio.

En el supuesto que un MAC haya ocurrido (la condición se incumplió), si las partes llegan a un acuerdo para reducir el precio, el comprador podrá renunciar a la condición –para evitar la ineficacia- y suscribir una adenda en donde se consigne la reducción del precio. De esta manera, las partes mantienen con vida el contrato.

Si pensamos en los incentivos que tienen las partes para renegociar los términos del contrato, resulta rentable cerrar la operación en diferentes términos e incurrir en tales costos de transacción, que no llegar a un acuerdo y tener que asumir los altos costos de litigios (dinero y tiempo), el costo del error judicial, los daños por la terminación (sea por el pago de un *termination fee*, *reverse termination fee* o un monto liquidado por el tribunal, e inclusive una condena por *punitive damages*¹⁷⁰) y el costo que se deriva de la incertidumbre de la resolución del tribunal, quien tendrá que interpretar una cláusula tan vaga como suele ser definida el MAC.

DAVIDOFF explica de manera excelente cuáles son las razones que incentivan la reducción del precio ante la alegación de un MAC:

“In such case, the seller usually settles at a lower price for two reasons. First, the seller does not want to litigate and argue in court how badly the MAC clause termination stinks. Second, the seller and its shareholders are typically happy to take the lower premium than risk litigation and an adverse decision resulting in no deal at all. This same dynamics also pushes a buyer to settle after invoking a MAC. The buyer also does not want to lose the litigation and be stuck buying the company at the original price. Thus, a MAC invocation is really a renegotiation tool for a lower price.”¹⁷¹

En el caso *Johnson & Johnson v. Guidant Corp.*, Johnson & Johnson logró reducir el precio inicialmente pactado en un 15% ante la alegación de un MAC. Por su parte, Home Depot Supply fue vendida por \$8.500 millones en vez de los \$10.300 millones inicialmente acordados¹⁷². De la misma manera, Lone Stars Funds consiguió reducir el precio pactado de

¹⁷⁰ Para un análisis económico de los *punitive damages*, véase: POLINSKY, A. Mitchell y Steven SHAVELL. “Punitive Damages: An Economic Analysis”. En *Harvard Law Review*, Vol. 111, No. 4, 1998, pp. 869 y ss.; para un análisis psicológico de los *punitive damages*, véase: SUNSTEIN, Cass R; KAHNEMAN, Daniel y David SCHKADE. “Assesing Punitive Damages (With Notes on Cognition and Valuation in Law)”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 107, No. 7, 1998, pp. 2071 y ss.

¹⁷¹ DAVIDOFF, Steven M. “The MAC is Back, but Does it Kill a Deal”. En *DealBook*, The New York Times, 23 de Agosto de 2011. Resultado agregado.

¹⁷² GILI SALDAÑA, Marian. “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”, *Óp. Cit.*, pp. 15.

\$400 millones de dólares a \$295 millones después de invocar la ocurrencia de un MAC en la viabilidad financiera de Accredited Home Lenders¹⁷³.

Incluso se han presentado casos en donde las partes acordaron una reconversión del *deal*, al terminar el contrato vigente y reemplazarlo por otro diferente. A cambio de la terminación de la adquisición, Sallie Mae recibió un refinanciamiento de unos \$31.000 millones por parte de los bancos que intervinieron en la operación por parte de J.C. Flowers. Por otro lado, y con posterioridad a los ataques del 11 de septiembre, USA Networks se negó a adquirir a National Leisure Inc. a cambio de una inversión en la misma de \$20 millones y su designación como la principal proveedora de cruceros y paquetes vacacionales de su nuevo canal de televisión especializado en viajes¹⁷⁴.

En términos generales, podemos señalar que la cláusula MAC incentiva la renegociación del *deal*, sea a través de la reducción el precio pactado o la reconversión del *deal*.

De esta manera, el hecho de que una de las partes o ambas puedan renunciar a la condición pactada en su beneficio, da la posibilidad de que el derecho a terminar el contrato sirva como un incentivo para restablecer el equilibrio contractual y revivir el contrato. Recordemos que la definición de condición establecida en la sección § 224 del Uniform Commercial Code señala que una condición es “*an event, not certain to occur, which must occur, unless its non-occurrence is excused, before performance under a contract becomes due*”. Como vemos, la condición supeditará los efectos del contrato a menos que su ocurrencia sea excusada.

En el ordenamiento peruano no existe una norma expresa similar que habilite a las partes a renunciar al cumplimiento de la condición y mucho menos a alterar los efectos automáticos del incumplimiento de la condición. En este sentido, ¿es posible pactar en contra de los efectos automáticos de la condición suspensiva, y en consecuencia, dar una pausa y otorgar un derecho potestativo para terminar el contrato? Además, ¿es posible pactar la renuncia a la

¹⁷³ DAVIDOFF, Steven M. *Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal and the Private Equity Implosion*. New Jersey: Wiley, 2010, pp. 69; DAVIDOFF, Steven M. y Kristen BAIARDI. “Accredited Home Lenders v. Lone Star Funds: A MAC Case Study”. En *Wayne State University Law School Legal Studies*, Research Paper Series No. 08-16, 2008, pp. 1 y ss

¹⁷⁴ GILI SALDAÑA, Marian. “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”, *Óp. Cit.*, pp. 15.

condición suspensiva, sea antes o después de su verificación o no verificación? La respuesta es afirmativa y es admitida por la doctrina mayoritaria del Civil Law.

La regla general es que en el caso de la condición suspensiva, su incumplimiento desencadene automáticamente la ineficacia definitiva del contrato. Sin embargo, ello admite pacto en contrario dado que estamos ante una norma supletoria. En efecto, BIANCA señala que “El efecto de la verificación o no de la condición es, por lo general, automático, sin embargo, es necesario tener presente que el efecto podría ser el de activar un poder de decisión de la parte con miras a la eficacia o la resolución del contrato (por ej., la parte se reserva el derecho de desistir el contrato si se realiza un determinado evento); en este caso la suerte del contrato dependerá del ejercicio de ese poder”¹⁷⁵.

Las partes podrían pactar que los efectos de la condición no operan de manera automática sino que los mismos dependerán del ejercicio de un derecho potestativo destinado a cesar los efectos del contrato. Entonces, para que el contrato sea ineficaz de manera definitiva, será necesario que se ejerza el derecho potestativo de cesación de los efectos contractuales.

Teniendo en cuenta que las normas que regulan las condiciones suspensivas son supletorias, también podría pactarse el derecho de renuncia a la condición, sea antes o después de la verificación o no de la condición. De esta manera, la parte en cuyo beneficio se estipuló la condición podrá renunciar a ella y ya no esperar hasta su verificación para que el contrato sea eficaz, o podrá curar el contrato cuando la condición se haya incumplido si es que renuncia a los efectos de la condición. Como vemos, todo ello es posible desde que se admite la posibilidad de pactar en contra de los efectos automáticos de la condición suspensiva.

En conclusión, no hay obstáculos para que las condiciones suspensivas reguladas por el código civil peruano -que pertenece a la familia del Civil Law- no desencadenen sus efectos de manera automática, sino que otorguen una pausa y concedan el derecho a cesar los efectos a una de las partes. De la misma manera, podría pactarse el derecho a renunciar a la condición. Las partes, en virtud de la autonomía privada, podrían regular contractualmente a las condiciones suspensivas para que funcionen como lo hacen las condiciones precedentes en el derecho americano.

¹⁷⁵ BIANCA, Massimo. *Derecho Civil 3. El Contrato, Óp. Cit.*, pp. 579.

Realizar dicha aclaración es importante desde que es estándar el pacto de las condiciones precedentes en los contratos de adquisición sometidos a ley peruana. En este sentido, la regulación aplicable a las condiciones precedentes será la de las condiciones suspensivas salvo en los extremos que se haya pactado en contra.

Habiendo realizado dicha precisión, es momento de explicar la advertencia mencionada. Dado que las condiciones precedentes tienen la naturaleza jurídica de condiciones suspensivas –aunque con ciertas sofisticaciones- le serán aplicables todas las normas respectivas del Código Civil, tanto supletorias como imperativas. No hay problema con las normas supletorias, pero sí con las normas imperativas, y en el Libro II del Código Civil existe una norma que sanciona con nulidad el contrato que contiene cierto pacto.

En efecto, el artículo 172° del Código Civil señala lo siguiente:

“Artículo 172.- Es nulo el acto jurídico cuyos efectos están subordinados a condición suspensiva que dependa de la exclusiva voluntad del deudor.”

Este tipo de condiciones son conocidas en la doctrina como condiciones meramente potestativas. Por su naturaleza, las condiciones consisten en hechos futuros e inciertos, en donde la falta de certeza respecto a la ocurrencia del evento es característica típica y esencial de la condición. Por ello se habla de un hecho objetivo. Si bien es posible pactar una condición cuyo cumplimiento dependa de una de las partes (condición potestativa), lo que no es admitido ni por la doctrina ni por la legislación es el pacto de una condición cuyo cumplimiento dependa *exclusivamente* de la voluntad de una de las partes (condición meramente potestativa). En este sentido, las condiciones precedentes no podrían consistir en eventos que dependan exclusivamente de la voluntad de una de las partes, en específico, del deudor conforme el artículo 172°. La norma no hace referencia a los hechos que dependan meramente del acreedor, de manera que no existiría restricción en relación a las promesas asumidas por el comprador como condición precedente.

Dicha norma podría generar una contingencia dado que castiga con nulidad, no la condición puesta, si no el contrato mismo. De esta manera, el pacto de una condición precedente meramente potestativa haría nulo el contrato de adquisición o de financiamiento. Sin embargo, consideramos que las condiciones precedentes podrían llegar a ser condiciones potestativas pero nunca meramente potestativas, de manera que la aplicación del artículo

172° estaría completamente excluida. Nos explicamos a continuación, para lo cual, resulta útil realizar un análisis civilista sobre las condiciones precedentes.

Como hemos señalado, las condiciones precedentes podrían consistir en declaraciones, obligaciones o en un MAC. El principal riesgo de aplicación del artículo 172° podría presentarse cuando la condición precedente tiene como objeto una obligación o *covenant*. Por su naturaleza, la obligación consiste en la ejecución de una conducta denominada prestación, la cual permitirá que el acreedor obtenga el resultado deseado. La prestación es el *medio* para conseguir aquella utilidad o resultado idóneo para satisfacer el interés crediticio del acreedor¹⁷⁶. Teniendo en cuenta lo mencionado, podría alegarse –aunque creemos que sin éxito- que una condición que consista en una obligación sería meramente potestativa, dado que la ejecución de dicha conducta humana dependería de la exclusiva voluntad del deudor.

Alguien podría contestar señalando que en realidad la ejecución no depende de la exclusiva voluntad del deudor desde que el deudor tiene un interés de liberación en la ejecución de la prestación (lo cual le incentivaría a cumplir), mientras que el acreedor tiene un interés de pretender la ejecución de dicha prestación, lo cual se encuentra respaldado en los diversos remedios que tiene frente al incumplimiento de su crédito. El hecho que el deudor pueda verse compelido a ejecutar la prestación demostraría que dicha ejecución no estaría sujeta a la exclusiva voluntad del deudor. Sin embargo, debemos reconocer la existencia de un límite en la ejecución de las obligaciones con prestación de hacer.

Uno de los *convenants* que suele pactarse en las operaciones de adquisiciones y financiamientos es la obligación del vendedor o prestatario de manejar la empresa en el curso ordinario de los negocios, lo cual significa manejar la empresa correctamente para evitar el

¹⁷⁶ FERNÁNDEZ CRUZ, Gastón. “La obligación”. En *De las Obligaciones en General: Coloquio de Ius Privatistas de Roma y América*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 2012, pp. 27; ZANNONI, Eduardo A. “Las denominadas obligaciones contractuales de resultado y el incumplimiento sin culpa en el proyecto de unificación de la legislación civil y comercial”. En *Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones*, Ediciones Depalma, Buenos Aires, Año 20, Nros. 115 a 120, 1987, pp. 911: “A nuestro juicio, el objeto de la obligación es el bien o la utilidad que interesan al acreedor; la prestación es la conducta debida por el deudor tendiente a procurar el bien o utilidad que constituye el objeto de la obligación. Desde este punto de vista, la prestación –conducta debida- es siempre un *medio*, y el objeto –bien o utilidad que interesan al acreedor- es siempre un *resultado*.”

deterioro del valor de la empresa objetivo o de la empresa prestataria¹⁷⁷. Este *covenant* es típicamente una obligación con prestación de hacer, y en este tipo de obligaciones, existe un límite en relación al derecho del acreedor de pretender la ejecución de la prestación incumplida. En efecto, el artículo 1150° del Código Civil señala que el acreedor no podrá exigir la ejecución forzada de la prestación cuando para ello sea necesario incurrir en violencia contra la persona del deudor¹⁷⁸.

Sin perjuicio de que en las operaciones de M&A y financiamiento el remedio ante el incumplimiento de los *convenants* no sea la ejecución forzada (*specific performance*) o si lo es, lo sea de manera limitada (dependerá de lo pactado), podría argumentarse –nuevamente sin éxito- que tal norma serviría para afirmar que la ejecución de un *covenant* que impone un hacer dependería exclusivamente de la voluntad del deudor, tanto es así que el acreedor no podría solicitar la ejecución forzada cuando sea necesario el empleo de la violencia contra el deudor, lo cual parece la regla al tratarse de una obligación *intuitu personae* (solo podrá ejecutarlo el vendedor o el prestatario).

Hemos considerado necesario realizar las precedentes reflexiones porque siempre existen este tipo de discusiones entre los abogados respecto a las cláusulas que deberán pactarse en las transacciones. Más aún, es normal que los abogados de M&A consulten a abogados civilistas las eventuales normas imperativas que un pacto estándar de M&A podría infringir. Si adicionalmente tenemos en cuenta que en el Perú los árbitros más prestigiosos suelen ser civilistas, no quedan dudas de la utilidad del análisis civilista en las operaciones de M&A.

Sería muy grave que una condición precedente que tenga como objeto un *covenant* sea calificada como una condición meramente potestativa, y en consecuencia, el contrato de

¹⁷⁷ DAVIDOFF, Steven M. *Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal and the Private Equity Implosion*, *Óp. Cit.*, pp. 54: “Sets forth the agreement of the target to mandatorily operate the business in the ordinary course during the period between signing and closing.”

¹⁷⁸ Artículo 1150.- El incumplimiento de la obligación de hacer por culpa del deudor, faculta al acreedor a optar por cualquiera de las siguientes medidas:

- 1.- Exigir la ejecución forzada del hecho prometido, a no ser que sea necesario para ello emplear violencia contra la persona del deudor.
- 2.- Exigir que la prestación sea ejecutada por persona distinta al deudor y por cuenta de éste.
- 3.- Dejar sin efecto la obligación.

adquisición o financiamiento sea nulo. Una interpretación ciega y literal podría generar graves consecuencias para el mundo financiero.

Por ello, y con el fin de evitar costos de litigio, debe quedar en claro que la correcta interpretación respecto a las condiciones precedentes es considerarlas como potestativas y no como meramente potestativas. En primer lugar, como una crítica de *lege ferenda*, el artículo 172° no debería castigar con nulidad automática la inclusión de condiciones meramente potestativas. Las partes son las responsables de pactar las condiciones que afectarán la eficacia de sus contratos. Si por alguna razón el acreedor acepta que la eficacia de su contrato se encuentre sujeto a un acto que depende de la exclusiva voluntad de su deudor, entonces él estará asumiendo dicho riesgo, lo cual se verá reflejado en la contraprestación.

Si posteriormente dicha asunción de riesgo efectivamente le ocasiona daños, los mismos ya habrán sido internalizados por el acreedor. Tengamos en cuenta que estamos ante daños privados que afectan exclusivamente a las partes y no a terceros. Si el deudor puede incidir en el cumplimiento o incumplimiento de la condición y lo hace en perjuicio de su acreedor – quien ha aceptado asumir ese riesgo a cambio de una mayor contraprestación- no entendemos por qué el legislador debe castigar con nulidad un contrato asumido de manera voluntaria por el acreedor. La norma no debe interferir allí donde las partes negocian la internalización de riesgos. La sanción del artículo 172° no tiene justificación.

En segundo lugar, teniendo en cuenta que el artículo 172° es una norma imperativa, es necesario explicar por qué dicha norma no se aplica a las operaciones de M&A y financiamiento. Las condiciones precedentes no son condiciones meramente potestativas, y en consecuencia, el contrato subyacente no puede ser castigado con nulidad.

Puede suceder que se pacte como condición una promesa asumida por el deudor, cuyo cumplimiento dependerá de su colaboración. Dicho evento aún califica como incierto porque no hay certeza de la ejecución por parte del deudor ya que el mismo podría incumplir. El cumplimiento e incumplimiento no depende *exclusivamente* de la voluntad del deudor. No solamente debemos tener en cuenta los remedios que puede ejercer el acreedor, sino –y más importante- los incentivos que tiene el vendedor para cerrar el contrato, y en consecuencia, para cumplir con la condición.

El artículo 172° del Código Civil pretende evitar los potenciales abusos del deudor frente al acreedor. Se trataría de una norma rara en donde el acreedor es considerado como la parte débil. Si el contrato es válido pero ineficaz por la inclusión de una condición meramente potestativa y si la ineficacia beneficia al deudor pero perjudica al acreedor, el deudor podría decidir que dicha condición no se cumpla. Desde que la condición depende exclusivamente de la voluntad del deudor, si éste no cumple con la condición porque la ineficacia lo beneficia, estaríamos ante un contrato muerto en eficacia desde su origen desde que el mismo nunca llegará a ser eficaz. La decisión legislativa ha sido considerar como nulo al contrato que contenga dicho pacto.

Si el miedo del legislador son los abusos del deudor frente al acreedor, debemos señalar que dichos abusos son corregidos por los propios incentivos que tiene el deudor para cerrar el contrato. En vez de realizar una interpretación literal del artículo 172° debemos analizar los incentivos que tienen las partes en la operación.

Las operaciones de M&A contienen una etapa pre-contractual muy importante. Uno de los procesos determinantes es el *due diligence*. El vendedor otorga una serie de documentos al comprador para que éste los revise y pueda conocer los activos y pasivos de la empresa. Dicha información no estaría a disposición del comprador de no estar negociando la adquisición de la empresa a menos que estemos ante una empresa pública. Incluso en tales supuestos, puede existir información privada que no forme parte del conocimiento público y que solo será revelada a los potenciales compradores.

La revelación de dicha intimidad empresarial incentiva al vendedor a actuar de manera seria y a realizar todo lo necesario para producir la firma y el cierre de la transacción. De lo contrario, se beneficiaría al comprador con la posibilidad de retirarse de la operación con todos los conocimientos adquiridos sobre de la empresa objetivo. Si bien es normal que se firme un convenio de confidencialidad que obligue a las partes a no revelar y usar la información brindada y a destrozar la documentación entregada, dichos términos no son suficientes para asegurar que el comprador no podrá usar dicha información. Los costos de fiscalización y detención del incumplimiento son prohibitivos. En otras palabras, el comprador siempre podrá incumplir sin que sea descubierto.

Debido a que no es posible borrar la información relativa al target de la memoria del comprador, el vendedor no querrá que en el mercado exista una empresa –que incluso podría ser su competidor- que sepa todos los secretos de la compañía objetivo. Quienes están en el mundo de los negocios podrán confirmar de los fuertes incentivos que tendrán los vendedores para cumplir con todo lo necesario para cerrar el contrato. Si ya hubo firma y se han pactado condiciones precedentes que deberán cumplirse para que se produzca el cierre, todo apunta a que el cierre se realizará espontáneamente. Existen muchos costos que han sido asumidos con el objetivo de cerrar la operación, de manera que el no cierre se deberá a situaciones excepcionales. Incluso la parte que pretende negarse al cierre, no solo necesitará una buena excusa para retirarse de la operación sino que tendrá que asumir el pago de un *fee* que normalmente suele ascender a millones de millones de dólares.

Por ello las partes, en especial el vendedor, tienen todos los incentivos para cerrar el contrato. El vendedor no se expondría a incumplir una obligación que sea objeto de una condición precedente, darle la posibilidad al comprador de terminar el contrato y encima tener que pagar una penalidad por millones de dólares (*break up fee* o *termination fee*). Los costos para el vendedor serían muy altos: los costos de transacción, los costos derivados de la salida del comprador con la información sobre la empresa objetivo y los costos del pago de la penalidad pactada.

En las operaciones de financiamiento los incentivos son más evidentes. Pensemos en un *revolving credit agreement*, por el cual el prestamista debe realizar desembolsos de capital de manera periódica en favor del prestatario. En estos casos, las condiciones precedentes deben cumplirse antes de cada desembolso. Dado que el principal interesado en recibir los desembolsos es la parte deficitaria en capital, no tendría incentivos para incumplir las obligaciones pactadas a su cargo como condiciones precedentes.

La existencia de los incentivos mencionados demuestra que las condiciones precedentes no dependen de la exclusiva voluntad del deudor, y en consecuencia, no pueden ser calificadas como meramente potestativas. Cabe mencionar que la existencia de incentivos como medio para desvirtuar que una condición sea meramente potestativa ha sido reconocida hace ya mucho tiempo en el Civil Law. Al respecto, COVIELLO ha señalado lo siguiente:

“Ahora bien, es evidente que si alguno en un negocio jurídico contrae una obligación bajo la condición de quererla, de que le agrade, o de que ejecute un hecho indiferente, el

negocio es nulo, porque falta la voluntad actual y, por ende, el vínculo jurídico (art. 1162). El negocio nacerá cuando se haga la declaración de voluntad. Pero si, en cambio, contrae alguno una obligación bajo la condición de efectuar un hecho voluntario que no es una mera declaración de voluntad, ni un hecho sin importancia alguna, sino de tal índole que no se puede realizar u omitir sin motivos serios y apreciables, es claro que se tiene actualmente una declaración de voluntad; sólo la eficacia se hace depender de un hecho, que, si bien es voluntario, no se es absolutamente libre de verificarlo o no, ya que a su cumplimiento u omisión deben concurrir motivos de hechos que no siempre dependen de la voluntad; por eso es válido el negocio.”¹⁷⁹

Como conclusión a esta sección, cuando se pacten condiciones precedentes en operaciones de M&A y financiamientos sujetos a ley peruana, deberán realizarse los pactos necesarios para que la parte en cuyo beneficio se pactó la condición pueda renunciar a la misma y tenga el derecho a terminar el contrato en caso la condición se incumpla. De esta manera, las condiciones suspensivas funcionarán como lo hacen los *conditions precedent* en el derecho americano. Igualmente, deberá prestarse atención al artículo 172° del Código Civil para concluir que el mismo no se aplica.

Habiendo explicado cuál es la naturaleza jurídica de las condiciones precedentes, es momento de analizar la condición precedente que tenga como objeto un MAC. La condición consistirá en la ausencia de un MAC en el target a la fecha de cierre.

3.2.3 La ausencia de un MAC como condición precedente

Teniendo en cuenta la definición de MAC según el contrato, la ausencia de dichos hechos, eventos, circunstancias, acontecimientos, cambios o efectos será una condición precedente al cierre. De esta manera, el comprador solo estará obligado a cerrar el contrato, y en consecuencia, a adquirir la empresa y pagar el precio pactado si a la fecha de cierre no se ha producido un MAC. La condición precedente consistirá en un acontecimiento negativo: la ausencia de un MAC a la fecha de cierre.

Como hemos podido observar de las definiciones de MAC enunciadas, lo común es pactar definiciones generales, ambiguas y circulares (un MAC es algo que genera un efecto material adverso). Resulta curioso e interesante a la vez que, en transacciones tan complejas y detalladas como son los procesos de adquisiciones de empresas, las partes pacten una

¹⁷⁹ COVIELLO, Nicolás. *Doctrina General del Derecho Civil, Óp. Cit.*, pp. 465.

cláusula tan general que habilite al comprador a negarse a realizar la compra. En cierta manera ello es bueno y malo, pero como demostraremos, más bueno que malo.

Es bueno porque le otorga al comprador una cláusula general para negarse a cerrar la compra en caso el valor de la empresa objetivo se deteriore ante la ocurrencia de acontecimientos desconocidos. A la misma vez, asigna sobre el vendedor una serie de riesgos que puedan desprenderse de la definición del MAC pactado. Lo malo es que –dada tal ambigüedad– las partes no pueden ponerse de acuerdo cuando el comprador alega la existencia de un MAC. Si la definición puede dar lugar a diversas interpretaciones, lo más probable es que el vendedor se niegue a aceptar la existencia de un MAC, y en consecuencia, señale que el comprador aún se encuentra obligado a adquirir la empresa dado que la condición se habría cumplido. Dicha controversia tendría que ser resuelta por una corte nacional o un tribunal arbitral que revise el contrato y decida si se produjo o no un MAC. La alegación del MAC no podría resolverse en sede extrajudicial.

Teniendo en cuenta lo mencionado, suele ser intuitivo pensar que la ambigüedad de las cláusulas MAC produce mayores costos que los posibles beneficios que se podría derivar de redactar una definición general. Siguiendo tal posición, pactar la cláusula MAC como una cláusula general que a la misma vez contenga una definición general, elevaría los costos de eventuales litigios. Ello es cierto, pero precisamente tales costos de litigio ayudan a explicar por qué es eficiente pactar una definición general de un MAC. En realidad, la respuesta en contra intuitiva a primera vista. Antes de argumentar nuestra posición debemos dar un vistazo a los principales casos relacionados a MAC *claims*.

Las cortes americanas han sido los principales protagonistas en explicar la utilidad de la cláusula MAC. Sin perjuicio de que la cláusula MAC pueda ser pactada tanto como un derecho de salida o un derecho al pago de indemnidades, los casos que han sido resueltos por las cortes americanas consisten en los intentos de salida por parte de los compradores ante la supuesta ocurrencia de un MAC. Al respecto las cortes americanas han optado por una posición favorable a los vendedores (*a seller's friendly approach*¹⁸⁰), a tal punto que no existe

¹⁸⁰ LONDOÑO, Maximiliano. “MAC litigation in Delaware Courts. A seller’s friendly approach”. En *Londoño & Arango Abogados*, Working Paper, pp. 11: “Given the fact that the Court of Chancery has adopted a seller-friendly construction of the materiality standard in MAC clauses buyers might end up being bound by agreements under unexpected financial circumstances.”

algún caso en donde la Delaware Court of Chancery haya declarado la ocurrencia de un MAC y le haya otorgado la salida al comprador¹⁸¹. Como señala DAVIDOFF:

“In the period from August 2007 through August 2008, MAC claims were publicly made in approximately 5 to 10 transactions, with only 2 going to trial; the remainder settled before a judicial opinion could be issued. In both trials, the judge found that a MAC had not occurred. In fact, no Delaware court has found a MAC... ever.”¹⁸²

Debemos recordar que la jurisprudencia americana es importante incluso si el contrato de adquisición es sometido a un ordenamiento civilista como el peruano. La incorporación de una cláusula anglosajona incluye la jurisprudencia del país de origen. El desafío de los abogados transaccionales es mantener la autonomía y utilidad de la cláusula MAC –y de cualquier otra cláusula estándar- cuando la misma sea sometida a un ordenamiento del Civil Law.

Dicha cláusula tendrá que ser redactada de tal manera que evite la aplicación de normas supletorias indeseadas y no contravenga alguna norma imperativa. Si no se puede mantener la autonomía y utilidad de la cláusula MAC, entonces no valdría la pena pactarla en contratos de adquisición sometidos a ley peruana. La razón es simple: no existe un instituto contractual similar en el ordenamiento civil y comercial peruano. Dicha carencia incluye también la ausencia de doctrina y jurisprudencia al respecto. La situación es similar en los demás países latinoamericanos¹⁸³. Por ello, cada vez que se desee estudiar una cláusula anglosajona como la cláusula MAC será necesario tener como guía principalmente a la experiencia doctrinaria y jurisprudencial americana.

¹⁸¹ TALLEY, Eric L. “On Uncertainty, Ambiguity, and Contractual Conditions”, *Óp. Cit.*, pp. 803: “Interestingly, no Delaware case to date has actually found a MAE to have occurred.”

¹⁸² DAVIDOFF, Steven M. *Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal and the Private Equity Implosion*, *Óp. Cit.*, pp. 73.

¹⁸³ Para el caso de la experiencia brasileña, véase: NOVAIS, Raquel; PALLIS, Adriana; ROLIM DE MELLO, Carlos José; MARA COELHO, Gláucia; SOUZA FREITAS, Clarissa Figueiredo de; GENTIL MONTEIRO, Fernando y Joao Carlos RIBEIRO AREOSA. “Los desafíos de importar conceptos del derecho anglosajón en los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, 2015, pp. 196; Para el caso de la experiencia colombiana, véase: CUBILLOS PORTO, Jaime E. y Paula TORRES HOLGUÍN. “Las cláusulas de *material adverse change* y su utilización globalizada”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, 2015, pp. 233.

Teniendo en cuenta el estado inexistente de la doctrina y jurisprudencia en el derecho peruano en relación a la cláusula MAC, no quedan dudas de la necesidad de revisar la jurisprudencia americana a fin de evitar las complicaciones ya evidenciadas. Después de la revisión jurisprudencial, explicaremos por qué consideramos eficiente que la cláusula MAC se mantenga como una cláusula general.

La Corte de Delaware ha sido protagonista de los casos más importantes sobre la cláusula MAC y será nuestro principal centro de atención. Sus decisiones basadas en estándares exigentes¹⁸⁴ no solo han inspirado posteriores pronunciamientos de la misma corte, sino que ha establecido las pautas para que otras cortes sepan cómo decidir ante MAC *litigations* y para que los abogados transaccionales sepan cómo redactar buenas cláusulas MAC.

Como señaló *The Economist* en su momento: “In recent months, this clause [the MAC] has caused all sorts of trouble. Company bosses have become alarmed that several recent attempts to invoke the MAC clause have failed, raising fears that there is less scope for abandoning a corporate fiancé at the altar than they had previously thought.”¹⁸⁵

Debemos señalar que no existe mucha jurisprudencia que ayude a entender qué es una cláusula MAC. Las sentencias más importantes (y citadas en la literatura americana) han sido las de la Corte de Delaware. La principal razón de la inexistencia de jurisprudencia al respecto se debe a los incentivos que genera la cláusula MAC para resolver la controversia en sede extrajudicial. Las partes prefieren reducir el precio o reconvertir el *deal*, en lugar de trasladar a las cortes la incertidumbre de cómo entender un MAC¹⁸⁶. Como ya hemos señalado, estos incentivos demuestran la gran utilidad práctica del MAC como mecanismo de renegociación de las transacciones.

¹⁸⁴ DINUCCI, Jennifer F. “The MAC clause: An emperor with no clothes”. En *California Lawyer*, 2008, pp. 19: “Two significant cases (and oft-cited) illustrate the high bar courts have established for what constituted a MAC.”

¹⁸⁵ THE ECONOMIST. “MAC the knife. Escape clauses in merger contracts have been thrust into the spotlight”. En *The Economist*, 6 de diciembre de 2001.

¹⁸⁶ DAVIDOFF, Steven M. *Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal and the Private Equity Implosion*, *Óp. Cit.*, pp. 68: “The settlement also highlighted why there is so little case law on MACs. The parties typically resolve these cases by terminating the deal or renegotiating the price, rather than going to trial.”

a) IBP Inc. v. Tyson Foods (2001)

El *leading case* sobre la cláusula MAC fue la alegación de un MAC por parte de Tyson Foods como excusa para negarse a la adquisición de IBP¹⁸⁷. Dicho caso fue resuelto por el Vice Chancellor STRINE, de la Delaware Court of Chancery¹⁸⁸.

La historia es la siguiente¹⁸⁹. IBP era la empresa número uno en el embalaje de ternera y el número dos en la distribución de cerdo. Por su parte, Tyson era líder en el embalaje de carnes. En 1998 IBP compró un negocio especializado en carnes que producía hors d'oeuvres, kosher food y comida para aviones. Dicha subsidiaria se llamó DGF y estuvo bajo el cargo del señor Zahn, quien se quedó bajo un nuevo contrato de trabajo que le otorgó un *earn-out* a su favor. Cuando Zahn se fue en el 2000 cobró una buena suma de dinero por concepto del *earn-out*. Posteriormente se descubrió que Zahn había falsificado algunos documentos para incrementar las ganancias obtenidas por la empresa que justificaron el pago que había recibido a su salida. De un primer estimado, se descubrió que IBP valía \$20 millones menos.

En este contexto, IBP vio con buenos ojos la oferta de un banco para adquirirla a través de un leveraged buyout (LBO). El 2 de octubre del 2002 se anunció la operación de LBO a \$22.25 por acción. Tal anuncio incentivó a dos empresas, Smithfield Foods y Tyson, a presentar sus respectivas ofertas. El 4 de diciembre Tyson ofreció \$26, en dinero y acciones. Tyson empezó el *due diligence* y tomó conocimiento del problema con DGF, como también de la naturaleza cíclica del negocio de carnes, lo cual sugería que las proyecciones a cinco años de IBP no serían alcanzadas. Ello demostraba que las ganancias esperadas para el 2000 serían menores a las indicadas en las proyecciones a cinco años. A pesar de ello, Tyson aumentó su oferta a \$27 en cash. Smithfield lanzó una oferta de \$30 por todas las acciones (*all stock bid*) y Tyson contraatacó con una oferta de \$28.50 en dinero y acciones. Smithfield volvió a aumentar su oferta a \$32 y Tyson respondió con una oferta de \$30 en dinero y

¹⁸⁷ SAGRAVES, Bradley C. y Bobak TALEBIAN. “Material Adverse Change Clauses in Tennessee: *Genesco v. Finish Line*”. En *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, Vol. 9, 2008, pp. 348-349: “The 2001 Delaware Chancery Court case of *IBP, Inc. v. Tyson Foods, Inc.* (“Tyson”) is the seminal case upon which most jurisdictions rely when interpreting MAC clauses.”; BOWDER, Justin L. “The 2007 private Equity Bust: Re-contextualizing Material Adverse Change Clause in a Credit-stricken Market”, *Óp. Cit.*, pp. 1168: “Currently, the seminal case adopting a standard for MAC clause interpretation is *In re IBP, Inc. Shareholders Litigation*.”

¹⁸⁸ 789 A.2d 14 (Del.Ch. 2001).

¹⁸⁹ CARNEY, William J. *Mergers and Acquisitions: Cases and Materials*, *Óp. Cit.*, pp. 230 y ss.

acciones. Al final IBP aceptó la oferta de Tyson que en total representó un *deal* por \$3.2 billones¹⁹⁰.

En el merger agreement, IBP había declarado y garantizado que toda la documentación en la SEC y los documentos financieros eran veraces y completos. Dicha declaración estuvo calificada materialmente. El contrato definió un MAE sin excepciones¹⁹¹ como:

“... a material adverse effect on the condition (financial or otherwise), business, assets, liabilities or results of operations of the Company and its Subsidiaries taken as a whole (Material Adverse Effect)”.

Dicha definición fue usada en la siguiente sección del contrato:

“Except as set forth in [a list of carve-outs for certain financial liabilities and administrative injunctions], there are no liabilities of the Company of any Subsidiary of any kind whatsoever, whether accrued, contingent, absolute, determined, determinable or otherwise, and there is no existing condition, situation or set of circumstances which could reasonable be expected to result in such a liability, other than: (a) liabilities disclosed or provided for in the Balance Sheet; (b) liabilities incurred in the ordinary course of business consistent with past practice since the Balance Sheet Date...; (c) liabilities under this agreement; (d) other liabilities which individually or in the aggregate do not and could not reasonable be expected to have a Material Adverse Effect.”

En marzo del 2001 Tyson anunció que terminaría el contrato debido a un incumplimiento en las declaraciones y garantías realizadas por IBP, dado que los documentos financieros de 1999 eran falsos. Al día siguiente, IBP demandó a Tyson ante la Corte de Delaware solicitando la ejecución forzada (*specific performance*), y en consecuencia, el cierre de la operación. A su vez, Tyson señaló que los problemas no se limitaban al incumplimiento de las declaraciones, sino al pobre desempeño de IBP en el primer trimestre del 2001, lo que constituía la ocurrencia de un MAC.

¹⁹⁰ ROSS SORKIN, Andrew y David BARBOZA. “Tyson to Acquire IBP in \$3.2 Billion Deal”. En *The New York Times*, 21 de enero de 2001.

¹⁹¹ Sobre el hecho de pactar un MAC tan favorable para el comprador en *IBP v. Tyson Foods*, y que a pesar de ello, el comprador no haya podido probar la ocurrencia de un MAC, véase: MILLER THOMSON LLP. “Recent Developments”. En *Business Law in Ontario*, Vol. 1, Issue 2, 2008, pp. 1: “The agreement contained a fairly broad MAC clause which had no specific exclusions for general economic or industry declines. Notwithstanding this, the court interpreted the clause in the overall context of the agreement and the negotiations of the parties and found that Tyson was a strategic buyer and knew the cyclical nature of the industry – a MAC clause should protect a buyer from unknown events that substantially threaten the overall earning potential of a target over the long term. The essence of the decision is that buyer’s remorse is not sufficient to allow it to scape a negotiated deal.”

Vice Chancellor STRINE señaló que la disminución en las ganancias del primer trimestre del 2001 de IBP se debía a un problema general en la industria, y que las ganancias de IBP dependían de la naturaleza cíclica del negocio. La corte concluyó que Tyson no había probado la ocurrencia de un MAC y ordenó el cierre de la compra. El mercado de fusiones y adquisiciones estuvo aturdido dado que fue la primera vez que la Corte de Delaware ordenó la ejecución forzada como remedio en un MAC *case*^{192 193}.

Más importante aún, el juez STRINE explicó cuáles serían los estándares para que un comprador pueda alegar exitosamente la ocurrencia de un MAC:

“[E]ven where a Material Adverse Effect condition is as broadly written as the one [here], that provision is best read as a backstop protecting the acquirer from the occurrence of unknown events that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner. A short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the long-term perspective of a reasonable acquirer.”¹⁹⁴

Analicemos a detalle lo resuelto por el juez STRINE. En primer lugar, se hace la diferencia entre *long-term* y *short-term*. La corte se pone en el supuesto que el comprador es uno estratégico (como lo era Tyson), de manera que su perspectiva de adquisición era a largo plazo. Ello no suele ocurrir con los adquirentes a corto plazo como los fondos de *private equity* cuyo objeto consiste en comprar y vender empresas al corto o mediano plazo. De esta manera, la ocurrencia de un MAC dependerá del tipo de comprador que lo alega. Un comprador estratégico tendría que demostrar que el MAC afecta al target a largo plazo, mientras que lo contrario ocurriría con un comprador estratégico. Claramente, la corte señaló que la regla supletoria será que la adquisición es a largo plazo, salvo pacto en contrario.

¹⁹² AFSHARIPOUR, Afra. “Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees”. En *Vanderbilt Law Review*, Vol. 63, No. 5, 2010, pp. 1177-1178: “The Delaware Court of Chancery surprised many with its specific performance ruling on the contentious acquisitions of IBP by Tyson... Instead of awarding typical money damages for breach, the Delaware Court of Chancery ruled for specific performance of the merger agreement, explaining that specific performance was necessary due to the difficulty in calculating damages. ”

¹⁹³ Sobre las consecuencias del mandato de ejecución forzada en el caso IBP v. Tyson Foods, Véase: LISTOKIN, Yair. “The Empirical Case for Specific Performance: Evidence from the Tyson-IBP Litigation”. En *Yale Law School*, Working Paper, 2005, pp. 1 y ss.

¹⁹⁴ IBP, 789 A2d at 68.

En segundo lugar, y complementando la perspectiva a largo plazo del comprador estratégico, se considerará la ocurrencia de un MAC cuando la misma sea evaluada desde “the long-term perspective of a reasonable acquirer”. La Corte resolvió señalando que una caída en un 64% de las ganancias de IBP en el primer trimestre del 2001 no constituía un MAC porque la afectación al target tenía que medirse en años y no en meses, dado que estábamos ante un comprador razonable con perspectiva comercial a largo plazo¹⁹⁵.

En tercer lugar, la afectación en el target debe consistir en una amenaza a “[the] overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner”. Nuevamente, la corte está pensado en afectaciones a largo plazo y que afecten de manera significativa la aptitud del target de generar ingresos.

En cuarto lugar, se habla de “unknown events”. Si el comprador tuvo conocimiento de algunos riesgos y contingencias que luego pretende usarlos como fundamento para alegar un MAC, la corte rechazará dicho pedido. Si a ello añadimos que tales “unknown events” deben afectar “the target’s earnings ability in a durationally-significant manner”, se entiende por qué la corte concluyó que los problemas en una de las subsidiarias y los pobres resultados de un trimestre no eran prueba de que el target había sufrido un MAC¹⁹⁶.

En quinto lugar, la corte también señaló que la carga de la prueba la tenía el comprador y que éste debería realizar “a strong showing to invoke a [MAE] exception to its obligation”¹⁹⁷.

En general, lo decidido por la corte puede resumirse en dos extremos: (i) la cláusula MAC solo protege al comprador ante eventos desconocidos (“unknown events”), y (ii) que tales eventos deben amenazar de manera sustancial las potenciales ganancias del target a largo plazo.

¹⁹⁵ REISS, John M. y Matthew J. KAUTZ. “The events of sept. 11 bring a new threat to successful deal conclusion into focus: The materially adverse conditions clause”, *Óp. Cit.*, pp. 2.

¹⁹⁶ HARVARD LAW REVIEW. “Contract Law. Mergers and Acquisitions. Delaware Chancery Court Addresses Default Interpretation of Broadly Written Material Adverse Effect Clauses. In re IBP, Inc. Shareholders Litigation v. Tyson Foods, Inc”. En *Harvard Law Review*, Recent Cases, Vol. 115, No. 6, 2002, pp. 1738.

¹⁹⁷ IBP, 789 A2d at 71.

Debemos tener en cuenta que el razonamiento del juez STRINE califica como norma supletoria que se aplicará ante cláusulas MAC generales, de manera que cabe la posibilidad de que las partes pacten en contra de lo resuelto por la Corte de Delaware.

b) *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.* (2005)

En un segundo caso resuelto por la Corte de Delaware¹⁹⁸, la misma volvió a demostrar el alto estándar que deben cumplir los compradores si quieren alegar exitosamente la ocurrencia de un MAC.

En abril del 2003 se anunció el merger agreement entre Frontier Oil Corporation y su competidor Holly Corporation por la suma de \$438 millones en dinero y acciones con el objetivo de que Frontier incrementara sus operaciones de refinería de petróleo en un estimado de dos tercios. En total se pagaría \$28.21 por cada acción. Adicionalmente, Frontier también asumiría las deudas a largo plazo de Holly por \$26 millones aproximadamente¹⁹⁹.

Erin Brocovich²⁰⁰, una mujer sin educación formal en derecho, investigó sobre la posible contaminación de agua potable por petróleo. Después de sus investigaciones, planteó una demanda en donde alegó que una subsidiaria de Frontier había contaminado el agua potable cerca de un colegio de Beverly Hills. En dicha demanda se afirmó que Frontier, como matriz, era la responsable de la contaminación realizada por su subsidiaria. En este sentido Holly Corporation alegó que la demanda planteada constituía un MAC. A pesar de que los costos de defensa llegaron hasta los \$20 millones, la corte señaló que la existencia del litigio no constituía en sí mismo un MAC²⁰¹.

Al respecto, DAVIDOFF señaló que “A MAC needed to be concrete in measure”, y por ello, “The substantial defense costs could be borne by the buyer without a MAC, and the buyer

¹⁹⁸ *Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.* 2005 WL 1039027 (Del.Ch. 2005).

¹⁹⁹ THE NEW YORK TIMES. “Company News; Frontier to Buy Rival Oil Refiner for \$438 Million”. En *Company News*, The New York Time, 1 de abril de 2003.

²⁰⁰ Su historia fue llevada al cine a través de la película que lleva su nombre y que fue protagonizada por Julia Roberts.

²⁰¹ DINUCCI, Jennifer F. “The MAC clause: An emperor with no clothes”, *Óp. Cit.*, pp. 19.

had not borne its burden to prove that the speculative nature of the potential damages in this case actually resulted in an adverse effect under the MAC definition.”²⁰²

Vice Chancellor NOBLE adoptó el pronunciamiento de STRINE en el caso *IBP v. Tyson Foods* como parte del derecho de Delaware. En su decisión, NOBLE señaló que “The notion of an MAE is imprecise and varies both with the context of the transaction and its parties and with the words chosen by the parties.”²⁰³

El presente caso nos presenta las siguientes lecciones. En primer lugar, nos demuestra que los vendedores también pueden invocar la ocurrencia de un MAC. En la operación Holly era la parte vendedora mientras que Frontier era el comprador. No estamos ante una típica adquisición en donde el comprador otorgará dinero a cambio de acciones. Estamos ante una operación en donde la contraprestación consistirá en dinero y acciones del comprador. En concreto Frontier había acordado en pagar una acción suya por cada acción de Holly más \$172.5 millones, lo que en total ascendía a un *deal* de \$438 millones. A Holly le interesaba que a la fecha del cierre el valor de las acciones de Frontier no hayan perdido su valor, de lo contrario, no recibiría en total un valor ascendente a \$438 millones. Por ello se pactó un MAC en su favor. Es normal que en los *stock-and-cash* y *stock-for-stock deals* se pacte un MAC en favor del vendedor.

En segundo lugar, el caso mencionado nos demuestra nuevamente lo complicado que es probar la ocurrencia de un MAC en Delaware. A pesar de que la definición del MAC incluyó el calificador “would reasonably be expected to”²⁰⁴ (el cual no requiere certeza para alegar un MAC), para la corte la sola existencia de un litigio no constituyó un MAC.

En efecto, si bien la sola interposición de una demanda y los costos de defensa no constituirían un MAC en sí mismo, sí se podría afirmar que tal litigio podría razonablemente resultar en un MAC. Como hemos señalado en la sección 3.2.1 f), no será necesario tener certeza de la ocurrencia de un MAC si se pacta que se considerará como tal “the occurrence of

²⁰² DAVIDOFF, Steven M. *Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal and the Private Equity Implosion*, Óp. Cit., pp. 64.

²⁰³ *Ibidem*.

²⁰⁴ HILL, James M. y Julie M. PRICE. “Material Adverse Change (“MAC”) Clauses in Today’s Economic Climate”. En *Benesch*, Attorneys at Law, 19 de Noviembre, 2008.

any condition, change or development that would reasonably be expected to result in a material adverse effect”.

A pesar de ello, Holly no pudo probar la ocurrencia de un MAC. Tal vez la historia hubiera sido diferente si en el contrato se hubiera redactado “could [y no would] be reasonably to result in a MAC”, el cual coloca al comprador en una mejor posición para probar un MAC (al tener que probar una siempre posibilidad).

Otro ejemplo similar se encuentra en la demanda interpuesta por Tenneco Specialty Consumer Products, Inc. contra S.C. Johnson & Son, Inc. Johnson había celebrado un contrato de compra de activos con DowBrands, en donde se incluía un derecho de propiedad intelectual. Tenneco demandó a Johnson alegando que la tecnología desarrollada por DowBrands violaba una patente de Tenneco. Ante ello Johnson demandó a DowBrands alegando que la demanda de Tenneco constituía un MAC²⁰⁵.

Al igual que en el caso *Frontier v. Holly*, la corte señaló que la sola presentación de la demanda no constituía un MAC en sí mismo, a menos que una corte declarara fundada la demanda de Tenneco y Johnson se vea privado del activo materia del juicio²⁰⁶.

Consideramos que la razón de peso que explica el fracaso de Holly es que la corte de Delaware tuvo en cuenta que la adquisición –al igual que en *IBP v. Tyson Foods*– la realizaba un comprador estratégico y no un comprador financiero, y en consecuencia, que a largo plazo los costos de litigios podrían ser asumidos sin problemas por la empresa resultante de la fusión²⁰⁷.

²⁰⁵ MOLINA REY DE CASTRO, Fernando. “Las cláusulas MAC en financiamientos y adquisiciones”, *Óp. Cit.*, pp. 141.

²⁰⁶ S.C. Johnson & Son, Inc. v. DowBrands, Inc. 167 F.Supp. 2d 657 (d.Del. 2001).

²⁰⁷ BOWDER, Justin L. “The 2007 private Equity Bust: Re-contextualizing Material Adverse Change Clause in a Credit-stricken Market”, *Óp. Cit.*, pp. 1171.

c) *Hexion Specialty Chemicals Inc. v. Huntsman Corp.* (2008)

Las reflexiones impartidas por el juez STRINE en *IBP v. Tyson Foods* también fueron guía para la resolución del caso *Hexion v. Huntsman*²⁰⁸ por parte del juez LAMB. Se podría decir que ambos casos se complementan para formar lo que actualmente es la posición de la Corte de Delaware respecto a las cláusulas MAC.

Hexion Specialty Chemicals Inc., una empresa fabricante de adhesivos usados en madera terciada (plywood), y una de las empresas de propiedad del fondo de private equity Apollo Management LP, había acordado en adquirir a *Huntsman Corp.*, el productor más grande del mundo de aditivos epoxy, por \$6.5 billones. Según el contrato, la obligación de Apollo de cerrar la transacción estaba condicionada a la ausencia de “any event, change or development that has had or is reasonably expected to have, individually or in the aggregate” un MAE, en donde MAE fue definido como “any occurrence... that is materially adverse to the financial condition... of the Company...” excluyéndose cambios en “general economic or financial conditions” o eventos “affect[ing] the chemical industry generally”²⁰⁹.

Antes del cierre, *Hexion* alegó que la transacción daría lugar a una empresa que sería insolvente. En tal sentido, *Hexion* y Apollo demandaron a *Huntsman* alegando la ocurrencia de un MAC, y en consecuencia, la terminación del contrato pagando el *reverse termination fee* pactado por \$325 millones. La definición del MAC fue la siguiente:

“Company Material Adverse Effect” means any occurrence, condition, change, event or effect that is materially adverse to the financial condition, business, or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that in no event shall any of the following constitute a Company Material Adverse Effect: (A) any occurrence, condition, change, event or effect resulting from or relating to changes in general economic or financial market conditions, except in the event, and only to the extent, that such occurrence, condition, change, event or effect has had a disproportionate effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other Persons engaged in the chemical industry; (B) any occurrence, condition, change, event or effect that affects the chemical industry generally (including changes in commodity prices, general market prices and regulatory changes affecting

²⁰⁸ *Hexion Specialty Chems., Inc. v. Huntsman Corp.*, 965 A.2d 715, 722 (Del.Ch. 2008). Para un análisis detallado del caso, véase: MILLER, Robert T. “*Hexion v. Huntsman*: Elaborating the Delaware MAC Standard”. En *Corporations, Securities & Antitrust*, Vol. 10, Issue 1, 2009, pp. 23 y ss.

²⁰⁹ PELL, Owen C. y Paul CARBERRY. “Delaware Court Interprets Material Adverse Effect Clause to Bar *Hexion* and Apollo from Abandoning *Huntsman* Deal”. En *White & Case*, Commercial Litigation, 2 de octubre de 2008.

the chemical industry generally) except in the event, and only to the extent, that such occurrence, condition, change, event or effect has had a disproportionate effect on the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, as compared to other Persons engaged in the chemical industry, (C) the outbreak or escalation of hostilities involving the United States, the declaration by the United States of war or the occurrence of any natural disasters and acts of terrorism, except in the event, and only to the extent, of any damage or destruction to or loss of the Company's or its Subsidiaries' physical properties; (D) any occurrence, condition, change, event or effect resulting from or relating to the announcement or pendency of the Transactions (provided, however, that this clause (D) shall not diminish the effect of, and shall be disregarded for purposes of, the representations and warranties relating to required consents, approvals, change in control provisions or similar rights of acceleration, termination, modification or waiver based upon the entering into of this Agreement or consummation of the Merger); (E) any change in GAAP, or in the interpretation thereof, as imposed upon the Company, its Subsidiaries or their respective businesses or any change in law, or in the interpretation thereof; (F) any occurrence, condition, change, event or effect resulting from compliance by the Company and its Subsidiaries with the terms of this Agreement and each other agreement to be executed and delivered in connection herewith and therewith (collectively, the "Transaction Agreements"), actions permitted by this Agreement (or otherwise consented to by Parent) or effectuating the Financing; or (G) any occurrence, condition, change, event or effect resulting from or in connection with any Divestiture Action;"

Al respecto, DAVIDOFF explicó por qué Hexion no tenía muchas posibilidades de alegar un MAC: "With its briefs, Huntsman has largely put away Hexion's claim that there was a material adverse change. Given the economic market, this was always a hard claim for Hexion to make anyway. The chemical industry is a long-cycle one, and in its briefs, Huntsman shows that the changes to Huntsman are in line with historical fluctuations."²¹⁰

En efecto, Vice Chancellor LAMB rechazó el argumento de la insolvencia para justificar la ocurrencia de un MAC y –más importante- estableció un criterio para determinar en qué supuestos se puede considerar que un MAC ha ocurrido. LAMB se sustentó en el pronunciamiento de su colega STRINE en el caso *IBP v. Tyson Foods* y también consideró al MAC como una afectación significativa y duradera. LAMB razonó que "[w]hat matters is the results of business" y que el futuro del target debería ser "examined through the lens of

²¹⁰ DAVIDOFF, Steven M. "Last Words from Huntsman and Hexion". En *DealBook*, The New York Times, 29 de setiembre de 2008.

changes in EBITDA”²¹¹. Desde que el EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*) es independiente de la estructura de capital, refleja de mejor manera los resultados del negocio a efectos de determinar si un MAC ha ocurrido²¹². En este sentido, la corte rechazó el argumento de insolvencia y analizó el EBITDA de Huntsman para determinar si un MAC había ocurrido.

Debido a que el EBITDA de Huntsman del 2007 fue 3% menor que el EBITDA del 2006, y el EBITDA del 2008 solo 7% menor que el EBITDA del 2007, la corte de Delaware determinó que Hunstman no había sufrido un MAC en sus negocios²¹³. En consecuencia, la corte resolvió que un MAC no había ocurrido²¹⁴.

Al igual que en caso *IBP v. Tyson Foods*, en el presente caso el juez LAMB dio pautas importantes que no pueden ser obviadas por los abogados transaccionales:

“[MAC/MAE’s] are strange animals, *sui generis* among their contract clause brethren. It is by no means clear to this court that the form in which a material adverse effect clause is drafted (i.e., as a representation, or warranty, or a condition to closing), absent more specific evidence regarding the intention of the parties, should be dispositive on the allocation of the burden of proof. Typically, conditions precedent are easily ascertainable objective facts, generally that a party performed some particular act or that some independent event has occurred. A material adverse effect clause does not easily fit into such a mold, and it is not at all clear that it ought to be treated the same for this purpose. Rather... it seems the preferable view, and the one the court adopts, that absent clear language to the contrary, the burden of proof with respect to a material adverse effect rests on the party seeking to excuse its performance under the contract.”²¹⁵

Lo más importante de la sentencia de LAMB no es en sí el hecho de señalar que la carga de la prueba la tendrá quien pretende excusarse de sus obligaciones, sino el razonamiento utilizado

²¹¹ PELL, Owen C. y Paul CARBERRY. “Delaware Court Interprets Material Adverse Effect Clause to Bar Hexion and Apollo from Abandoning Huntsman Deal”. En *White & Case*, Commercial Litigation, 2 de octubre de 2008.

²¹² DAVIDOFF, Steven M. “Lessons from Huntsman v. Hexion”. En *DealBook*, The New York Times, 2 de octubre de 2008.

²¹³ *Ibidem*.

²¹⁴ THE SALT LAKE TRIBUNE. “Hexion must honor deal with Huntsman”. En *The Salt Lake Tribune*, 30 de setiembre de 2008.

²¹⁵ Hexion, 965 A.2d at 739.

para llegar a tal conclusión. Hexion estaba obligado a cerrar el contrato siempre que se cumplieran las condiciones precedentes al cierre. Una de ellas era la ausencia de un MAC.

Como ya hemos desarrollado en la sección 3.2.2, las condiciones precedentes supeditan la ejecución de las obligaciones (como lo hacen las condiciones suspensivas) y las condiciones subsecuentes dejan sin efecto las obligaciones vigentes (como las condiciones resolutorias). Como señala TALLEY²¹⁶, para el caso de las condiciones precedentes, la carga de la prueba se encuentra en la parte que está interesada en la ejecución de las obligaciones (que aún no pueden ser ejecutadas), mientras que en las condiciones subsecuentes la carga de la prueba es soportada por la parte que quiere excusarse de la ejecución de sus obligaciones (que sí pueden ser ejecutadas). No quedan dudas que la ausencia de un MAC era una condición precedente a la obligación de Hexion de cerrar la operación y que la carga de la prueba debería haberla soportado Huntsman al ser la parte interesada en el cierre. Lo normal habría sido que Huntsman probase el cumplimiento de la condición, esto es, la ausencia de un MAC al cierre.

A pesar de ello, LAMB trató la condición precedente como una condición subsecuente²¹⁷ y señaló que “the burden of proof with respect to a material adverse effect rests on the party seeking to excuse its performance under the contract”. En otras palabras, la corte de Delaware aplicó la carga de la prueba de una condición subsecuente a una condición precedente. No sabemos si LAMB tuvo conocimiento de lo que hacía o simplemente siguió la posición de STRINE, quien señaló que la parte que pretende salir de la operación deberá realizar “a strong showing to invoke a [MAE] exception to its obligation”. Lo que sí sabemos es que la posición jurisprudencial en Delaware es que la carga de la prueba la soportará quien alegue el MAC (sin importar que se trate de una condición precedente), salvo pacto en contrario.

Otro de los extremos interesantes de este caso es que la corte señaló que Hexion había incumplido “knowingly and intentionally” su obligación de cerrar la operación, por lo cual, no operaba el pago del *reverse termination fee* por \$325 millones y por ello su

²¹⁶ TALLEY, Eric L. “On uncertainty, ambiguity and contractual conditions”, *Óp. Cit.* pp. 801.

²¹⁷ Ídem, pp. 800: “...one of the most interesting doctrinal aspects of the case involves how the court effectively treated the clause as a condition subsequent (notwithstanding the express language in the deal that strongly suggested a condition precedent). In practice, this distinction is more than rhetorical, since it determines the (often dispositive) question of who bears the burden of proof.”

responsabilidad por daños frente a Huntsman no se restringía al límite pactado (*uncapped*). Ante ello, los representantes del Huntsman señalaron que Hexion tendría que responder por al menos \$3 billones por daños²¹⁸.

Como es evidente, para que Hexion pudiera cumplir con el mandato de la Corte de Delaware necesitaba del financiamiento de los dos bancos que se habían comprometido a financiar la compra, Credit Suisse y Deutsche Bank, quienes ante la alegación de un MAC y ante la sentencia de la corte, se negaron a realizar los desembolsos²¹⁹. Como se pudo esperar, Huntsman demandó a Hexion y los bancos para que éstos ejecutaran sus compromisos de financiamiento (*debt commitment letters*) y así Hexion pudiera cerrar la operación. Como el límite de \$325 millones pactado en el *fee* no sería aplicable ante un escenario de terminación, Huntsman solicitó a la corte el pago de \$4.65 billones por daños compensatorios y \$9.3 billones por *punitive damages*, desde que Hexion había incumplido su obligación de cerrar el contrato de manera dolosa.

Para suerte de Hexion, los bancos plantearon una buena defensa y Huntsman se empezó a deteriorar producto de su propia crisis de liquidez. Esto favoreció a que las partes llegaran a un acuerdo y terminaran el contrato²²⁰. Dicho acuerdo fue explicado en su momento por los abogados que representaron a los bancos demandados: “Under the terms of the settlement, Credit Suisse and Deutsche Bank will each pay \$16 million in cash. In addition, the two Banks will each provide \$550 million of senior debt financing to Huntsman, to be repaid over seven years with interest.”²²¹

Las lecciones que podemos extraer del caso *Hexion v. Huntsman* son las siguientes. En primer lugar, queda claro que la parte que pretenda salir de la operación alegando la ocurrencia de un MAC tendrá que soportar la carga de la prueba, salvo pacto en contrario. En segundo lugar, quien alegue el MAC deberá tener en cuenta las variaciones en el EBITDA

²¹⁸ THE SALT LAKE TRIBUNE. “Hexion must honor deal with Huntsman”. En *The Salt Lake Tribune*, 30 de setiembre de 2008.

²¹⁹ DAVIDOFF, Steven M. “Huntsman and Hexion Take on the Banks”. En *DealBook*, The New York Times, 15 de octubre de 2008.

²²⁰ DAVIDOFF, Steven M. “Revisiting Huntsman-Hexion: Did Wachtell Blow it”. En *DealBook*, The New York Times, 13 de abril de 2009.

²²¹ CRAVATH, SWAINE & MOORE LLP. “Huntsman/Hexion Failed Merger Litigation Successfully Concluded for Banks”. En *Cravath, Swaine & Moore LLP Report*, 23 de junio de 2009.

de la empresa objetivo como prueba de ocurrencia del MAC. Si el valor de la empresa está determinada principalmente por el valor de sus flujos futuros, sería un error para el adquirente alegar un MAC si el EBITDA no se ha reducido de manera importante. En tercer lugar, las reducciones en el EBITDA no pueden consistir en caídas a corto plazo, ya que LAMB expresa estar de acuerdo con el razonamiento de STRINE respecto a la afectación del target a largo plazo, salvo pacto en contrario. En cuarto lugar, y tal vez más importante, la actual posición de la corte de Delaware es favorable a los vendedores.

d) La experiencia inglesa

Sin perjuicio de que ambos ordenamientos pertenezcan a la tradición del Common Law, el derecho americano y el derecho inglés contienen grandes diferencias contractuales en las operaciones de M&A. Entre ellas, el pacto de los *reps & warranties*²²² y el uso de la cláusula MAC.

Una principal particularidad del derecho de M&A inglés es que las adquisiciones públicas se encuentran reguladas por el City Code on Takeovers and Mergers (el Takeover Code) y supervisado por The Panel of Takeovers and Mergers (el Takeover Panel). Lo interesante de esta regulación es que en muchos casos, como el de la cláusula MAC, determina cómo deberán pactarse ciertas cláusulas. Este tipo de regulación no existe en el mercado americano en donde las cláusulas contractuales son el resultado de las negociaciones entre las partes.

Veamos las siguientes diferencias y similitudes entre el derecho americano y el derecho inglés en torno a la cláusula MAC²²³: (i) mientras que en el derecho americano todo tipo de operación de M&A contiene una cláusula MAC al ser un pacto estándar, la inclusión de la misma en la experiencia inglesa es rara en las adquisiciones privadas mientras que es más común en las adquisiciones públicas siempre y cuando sea conforme al Takeover Code; (ii) la estructura de la definición del MAC en el derecho americano incluye el *field of change*, excepciones y excepciones a las excepciones, mientras que las cláusulas MAC del derecho

²²² Véase las páginas 258-259.

²²³ ASHTON, Katherine; HILL, Jeremy G.; RINKER, Kevin A. y Dmitriy A. TARTAKOVSKIY. “MAC Clauses in the UK and U.S.: Much Ado about Nothing?”. En *Debevoise & Plimpton*, Vol. 13, No. 4, 2013, pp. 1 y ss.

inglés rara vez contienen un listado detallado de excepciones; (iii) en ambos ordenamientos nunca se define qué es en sí un *material adverse change*; y (iv) la jurisprudencia inglesa ha impuesto –al igual que la jurisprudencia americana– un alto estándar para que las partes puedan alegar un MAC.

La experiencia inglesa ha sido protagonista de dos casos emblemáticos sobre la cláusula MAC. En el 2001 el Takeover Panel resolvió el intento de salida de WPP Group²²⁴. La agencia de publicidad WPP había negociado la adquisición de otra agencia de publicidad, Tempus. Con ocasión de los atentados de las torres gemelas, WPP alegó la ocurrencia de un MAC en el target. Sin embargo, el Takeover Panel rechazó el pedido de WPP y señaló que un *material adverse chance* debe ser “of very considerable significance striking at the heart of the purpose of the transaction” y no consistir en efectos temporales²²⁵.

Lo interesante de este caso es que, a primera vista, parecería que el 11/9 es el tipo de evento que produce un MAC: realmente imprevisible y de alto impacto. Sin embargo, para el Takeover Panel el 11/9 no produjo un MAC en el target (una agencia de publicidad), lo cual tal vez hubiera sido diferente si el target hubiera pertenecido a la industria de viajes.

En la experiencia americana existe un caso en donde una compradora (perteneciente a la industria de viajes) alegó la ocurrencia del 11/9 como constitutivo de un MAC para salir de la operación. Sin embargo, antes de que una corte determinara si un MAC ocurrió o no, las partes acordaron dejar sin efecto la operación a cambio de que USA Networks (el comprador) realizara una inversión en National Leisure (el target) por \$20 millones y la designara como su principal proveedora de cruceros y paquetes vacacionales de su nuevo canal de televisión especializado en viajes.

Consideramos que un evento como el atentado del 11/9 es un MAC. Nadie en el mundo se esperaba tal tipo de atentado ni el impacto que generó. Lamentablemente, y producto de las fuerzas que genera un MAC, la decisión permaneció como un asunto privado y fueron las partes las que determinaron el futuro de la operación.

²²⁴ Takeover Panel Statement 2001/15 (Offer by WPP Group plc for Tempus Group plc, 6 november 2001)

²²⁵ ASHTON, Katherine; HILL, Jeremy G.; RINKER, Kevin A. y Dmitriy A. TARTAKOVSKIY. “MAC Clauses in the UK and U.S.: Much Ado about Nothing?”, *Óp. Cit.*, pp. 6.

El segundo gran caso –y el más reciente- de la experiencia inglesa es la cláusula MAC pactada en el contrato de préstamo suscrito entre Grupo Hotelero Urvasco S.A. y Carey Value Added S.L.²²⁶. Dicho contrato contenía una representación por el cual “there has been no material adverse change in [the obligors’] financial Condition (consolidated if applicable) since the date of this Loan Agreement”²²⁷.

La English High Court se fundamentó en los MAC *claims* resueltos por la corte de Delaware y señaló que un MAC no había ocurrido en base a cinco puntos principales²²⁸: (i) la corte evaluó la condición financiera del prestatario como regla supletoria para determinar si un MAC ocurrió o no. Si el comprador quisiera alegar otros componentes (*business, prospects, assets*), deberá incluirlos expresamente en el *field of change* o MAC objects.; (ii) para que un MAC ocurra el efecto debe ser significativo, esto es, debe afectar la habilidad del prestatario de ejecutar sus obligaciones bajo el contrato; (iii) un MAC solo puede alegarse ante eventos desconocidos (*unknown events*); (iv) el impacto debe ser a largo plazo; y (v) la carga de probar la ocurrencia del MAC recae en el prestamista.

En primer lugar, la corte inglesa es consecuente con las decisiones de la corte de Delaware y señala que para medir la ocurrencia de un MAC hay que tener en cuenta la posición financiera del prestatario (o del target en el caso de operaciones de M&A). La corte inglesa señaló que “an assessment of the financial condition of the debtor should be determined with reference to available financial information, beginning with financial statements at the relevant times,

²²⁶ Grupo Hotelero Urvasco SA v. Carey Value Added SL & Anor [2013] EWHC 1039 (Comm) (England, High Court, 26 de April 2013)

²²⁷ HYMAN, Scott, PENNYCOOK, Carol y Nicholas WILLIAMS. “Material Adverse Change Clauses: Decoding a Legal Enigma”, *Óp. Cit.*, pp. A-4; “The making of this representation was a condition to the availability of funding. The lender refused to advance funds on the basis of the occurrence of a material adverse change in the financial position of the borrower, concluding that the borrower was not able to make the representation truthfully”; ASHTON, Katherine; HILL, Jeremy G.; RINKER, Kevin A. y Dmitriy A. TARTAKOVSKIY. “MAC Clauses in the UK and U.S.: Much Ado about Nothing?”, *Óp. Cit.*, pp. 4.

²²⁸ Véase: DREW, Nigel y Dimitri PAPAESTRATIOU. “Material Adverse Change Clauses. Recent cases on Material Adverse Change Clauses”, *Óp. Cit.*, pp. 2; HYMAN, Scott, PENNYCOOK, Carol y Nicholas WILLIAMS. “Material Adverse Change Clauses: Decoding a Legal Enigma”, *Óp. Cit.*, pp. A-4; ASHTON, Katherine; HILL, Jeremy G.; RINKER, Kevin A. y Dmitriy A. TARTAKOVSKIY. “MAC Clauses in the UK and U.S.: Much Ado about Nothing?”, *Óp. Cit.*, pp. 4-5.

and a lender seeking to demonstrate a MAC should show an adverse change over the period in question by reference to that information”²²⁹.

En *Hexion v. Huntsman* la corte de Delaware determinó que para resolver si un MAC ocurrió o no se deberá analizar el EBITDA. El mismo razonamiento se usó en *IBP v. Tyson Foods* y también –aunque implícitamente- en *Frontier Oil v. Holly Corp.*

En segundo lugar, el evento deber ser material o significativo y para ello se deberá tener en cuenta la habilidad del prestatario de cumplir sus obligaciones financieras frente al prestamista. La corte señaló que: “unless the adverse change in its financial condition significantly affects the borrower’s ability to perform its obligations, and in particular its ability to repay the loan, it is not a material change”²³⁰.

Consideramos que en este caso, la corte impone un alto nivel para probar la materialidad del evento, lo cual –tal vez- puede justificarse en el interés del prestamista de recuperar el dinero prestado. El razonamiento de la corte inglesa es que el prestamista solo podrá terminar el contrato y acelerar el préstamo ante la ocurrencia de un MAC siempre y cuando ocurran eventos que afecten al prestatario de tal manera que éste no pueda cumplir con el pago del préstamo. El alto estándar que impone la corte inglesa se observa en la siguiente precisión: “I would emphasize the word 'significant'. Unless the clause is read in this way, a lender may be in position to suspend lending and/or call a default at a time when the borrower’s financial condition does not fully justify it, thereby propelling it towards insolvency”.

Debemos advertir que la posición de la corte inglesa podría terminar por ignorar completamente la redacción de los elementos del MAC. Si al final lo que importa es evaluar la habilidad del prestatario de pagarle al prestamista, entonces las partes no deberían molestarse en gastar recursos para negociar MAC objects, excepción o calificadores.

Por otro lado, este criterio para determinar cuándo un evento es lo suficientemente significativo no puede ser aplicado a las operaciones de M&A por obvias razones (en un caso se analiza al objeto del contrato –el target- mientras que en el otro se analiza a una de las partes –el prestatario). Sin embargo, la lógica subyacente es la misma: el evento tiene que

²²⁹ HYMAN, Scott, PENNYCOOK, Carol y Nicholas WILLIAMS. “Material Adverse Change Clauses: Decoding a Legal Enigma”, *Óp. Cit.*, pp. A-4.

²³⁰ Ídem.

producir un gran impacto y por ello se impone una valla tan alta. En *IBP v. Tyson* la corte señaló que el evento debe amenazar sustancialmente los ingresos potenciales de target y que la afectación de una de sus subsidiarias no era suficiente para producir un MAC.

En tercer lugar, se reconfirma que el MAC solo puede ser alegado ante eventos desconocidos y que cualquier conocimiento previo del prestamista (o comprador) podría precluirlo de ejecutar el MAC. Nuevamente, queda claro que la corte inglesa siguió el razonamiento de Vice Chancellor STRINE en *IBP v. Tyson Foods*.

En cuarto lugar, la afectación al prestatario (o al target) debe ser a largo plazo, tal y como se señaló en *IBP* al entender al MAC como “a backstop protecting the acquirer from the occurrence of *unknown events* that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner”.

Finalmente, reconfirmando que en *Hunstman v. Hexion* se señaló que “absent clear language to the contrary, the burden of proof with respect to a material adverse effect rests on the party seeking to excuse its performance under the contract”, la corte inglesa señaló que el prestamista tenía la carga de probar que el prestatario había incumplido el contrato.

Sin perjuicio de que el MAC alegado se dio en el contexto de un *loan agreement*, las lecciones emitidas por las cortes inglesas se fundamentaron en MAC's de M&A, y por ello, sirven de precedentes tanto para futuros MAC *claims* de M&A como de financiamientos.

Sin perjuicio de las lecciones emitidas por la jurisprudencia inglesa, los casos resueltos por la corte de Delaware son los más citados por la literatura americana cuando se analiza a la cláusula MAC como derecho de salida. La comprensión de dicha posición jurisprudencial como el desarrollo de la doctrina, nos permitirá presentar una teoría que explique realmente qué es el MAC.

e) ¿Cómo saber cuándo ha ocurrido un MAC?

Es interesante pensar en cómo determinar cuándo ha ocurrido un MAC. Dicha determinación es un tema casuístico y por ello –comprendemos- la literatura americana no se ha preocupado en proponer algún modelo que sirva para determinar cuándo realmente –teniendo en cuenta las circunstancias del caso en concreto- ha ocurrido un MAC.

Aparentemente, el único modelo para evaluar el MAC ha sido el desarrollado por la Corte de Delaware en *IBP v. Tyson Foods*, *Frontier Oil v. Holly Corp* y –finalmente definido en– *Hexion v. Huntsman*. Sea explícita o implícitamente, la Corte de Delaware implementó un modelo denominado por MILLER como “Earnings Potential Model”²³¹. Teniendo en cuenta la literatura financiera moderna, el valor de una empresa se encuentra determinado por los ingresos futuros descontados a valor presente. En otras palabras: debemos enfocarnos en el EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*).

Existen diversas formas para determinar los ingresos de una empresa: “EPS” (*Earnings per Share*), “EBIT” (*Earnings before Interest and Taxes*), “EBITDAR” (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Restructuring or Rent Costs*), “EBITDARM” (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, Rent and Management Fees*), entre otros.

La Corte de Delaware dejó en claro en *Huntsman v. Hexion* que el mejor criterio para evaluar cuándo una empresa ha sufrido un MAC (*has been MAC'd*) es el EBITDA y sus variaciones: “[w]hat matters is the results of business... examined through the lens of changes in EBITDA”. La razón: EBITDA es independiente de la estructura de capital del target y otorga una mejor foto de las ganancias de la empresa.

A primera vista, podría parecer que la determinación del MAC es más o menos objetiva. Basta con analizar el EBITDA del target para concluir si una de las partes puede alegar la ocurrencia de un MAC y salir de la operación a bajo costo. Sin embargo, MILLER ha demostrado cuáles son las desventajas del “Earnings Potential Model”, y en su lugar, propone un modelo alternativo denominado como “Continuing Profitability Model”²³². A

²³¹ MILLER, Robert. T. *Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements*, *Op. Cit.*, pp. 122: “This review of the reported MAC litigations supports certain important conclusions. First, the primary issue in MAC disputes has been whether an admittedly adverse change in the party’s business is of sufficient magnitude to be material within the meaning of the MAC Definition. Second, since MAC Definitions generally do not define materiality, courts have had to supply their own theory of materiality –which I have called the Earnings Potential Model– and this theory makes the outcome of cases dependent on the percent diminution in the company’s EBITDA across various fiscal periods.”

²³² MILLER, Robert. T. *Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements*, *Op. Cit.* pp. 201-202: “Although courts have developed a sophisticated model –the Earnings Potential Model– to resolve MAC litigations, that model fails at exactly the point it is most needed –in drawing the line between the material and the immaterial. In effect, the model simply convert the pre-theoretical question of whether an adverse change is material into a pre-

continuación explicamos el paper de MILLER, es cual es –a nuestro conocimiento- la única propuesta para implementar un modelo que pueda ser usado por las cortes para determinar si un MAC ocurrió o no.

En primer lugar, son tres los problemas que debemos resolver para elaborar un modelo que sirva para analizar la ocurrencia de un MAC: (1) “Earnings Measurement Problem”, (2) “Fiscal Period Problem”, y (3) “Percent Diminution Problem”. El primero sirve para identificar el criterio que se utilizará para evaluar la ocurrencia de un MAC; el segundo sirve para determinar cuáles son los periodos que deben compararse para evaluar la afectación al target; y finalmente, el tercero sirve para señalar en cuánta proporción debe afectarse el target para concluir que ha sufrido un MAC.

El primer problema fue resuelto por la Corte de Delaware al concluir que para determinar si un target ha sufrido un MAC se debe evaluar su EBITDA. Por el contrario, no se han establecido criterios objetivos para determinar cuáles son los periodos que deberán compararse y en cuánto debe ascender la disminución en el EBITDA para concluir que tal deterioro es material en términos del MAC. En los casos mencionados, la Corte de Delaware ha sido casuístico y no ha explicado por qué ha comparado ciertos periodos y no otros, y por qué la disminución no fue lo suficiente para producir un MAC. El pronunciamiento en cada caso parece haber sido intuitivo.

En segundo lugar, MILLER realiza unas precisiones muy importantes. El “Earnings Potential Model” ha hecho que los jueces se enfoquen solo en analizar el EBITDA, como si el MAC solo consistiera en ello. Al prestar atención en el EBITDA, las cortes han omitido

theoretical question of whether a certain percent diminution in EBITDA is material. Even worse than that, by introducing in no systematic way an indefinitely large number of pairs of comparable fiscal periods, it requires courts to ask, for one pair of fiscal periods after another, whether the diminution in EBITDA as between those periods is material. Even if the model provided a clear standard with regard to how much of a diminution in EBITDA is material –which it does not- it would still not explain how to decide cases if that standard were met as between some comparable periods but not as between others. At the critical point, the model leaves judges with nothing to do but rehearse the data, consult their intuitions, and announce a decision. In the end, therefore, the model does not create a judicable standard by which to decide MAC cases.

The Continuing Profitability Model, on the other hand, does exactly that. Based on an economic interpretation of the border between materiality and immateriality in the special context of MAC clauses, the Continuing Profitability Model considers not only the cash flows of the company but also their growth potential and risk, thus interpreting the phrase *material adverse change* in an economically and financially rational way.”

completamente otros aspectos del *drafting* del MAC que son importantes para determinar el nivel de exigencia o flexibilidad del MAC pactado en el contrato: nos referimos a los MAC Objects y el MAC Expectation Metrics.

Los MAC Objects son el *field of change*, esto es, aquellos objetos sobre los cuales deberán ocurrir los hechos o efectos que producen el MAC. Como habíamos mencionado, los objetos más comunes son *business, result of operations, financial condition, assets y liabilities*. Por otro lado, el MAC Expectation Metrics se refiere al nivel de certeza (o expectativa) que se requerirá para probar si un MAC ha ocurrido conforme al contrato. No se requiere de certeza para probar que un MAC ha ocurrido (*will result in a MAC*), basta con alguna probabilidad o posibilidad (*would, is likely to, could [result in a MAC]*).

Tanto los MAC Objects como el MAC Expectation Metrics son aspectos altamente negociados cuando se redacta la definición del MAC y su uso en diversas partes de contrato. Sin perjuicio de ello, cuando la Corte de Delaware ha utilizado el EBITDA para determinar si una parte puede salir de la operación o no, ha omitido totalmente la redacción de la cláusula MAC en los aspectos mencionados. Para la Corte, el MAC es igual a una disminución material del EBITDA. Nada más.

Este es un error que debe ser corregido dado que el éxito de un comprador en la alegación de un MAC no solo depende del EBITDA, sino que la misma debe analizarse dentro del contexto de la estructura contractual de MAC. La definición del MAC incluye un *field of change*, excepciones y excepciones a las excepciones. Dentro de esta definición se incluyen y excluyen algunos objetos, y se negocia cuál será el nivel de certeza requerido para probar la ocurrencia de un MAC. La evaluación por parte de la Corte de Delaware ha restado todo valor a las negociaciones entre las partes: no se toma en cuenta los MAC Objects ni el MAC Expectation Metrics.

Más aún, recordemos la inclusión del término “*prospects*” como MAC Object. Las partes suelen excluir dicho término por referirse al futuro de la empresa, lo cual es un riesgo que debe ser asumido por el comprador. Sin embargo, con el análisis de los ingresos futuros del target descontados a valor presente, ¿acaso no se está incluyendo el término “*prospects*” allí donde las partes lo han excluido? Analizar el EBITDA del target implica analizar los “*prospects*” del mismo.

Teniendo en cuenta el modelo implementado por la Corte de Delaware, tenemos que concluir necesariamente que, en la redacción del MAC, la regla es la inclusión del término “*prospects*” aunque las partes lo hayan excluido expresamente.

Teniendo en cuenta lo mencionado, MILLER propone el modelo “Continuing Profitability Model”, que se basa inicialmente en el “Earnings Potential Model” al utilizar al EBITDA como criterio para valorar el deterioro de la empresa, pero lo mejora al proponer soluciones a los dos problemas no resueltos por el modelo de la Corte de Delaware: el “Fiscal Periods Problem” y el “Percent Disminution Problem”.

La intención de MILLER es crear un Modelo que permita diferenciar entre deterioros inmateriales y deterioros materiales en términos del MAC. En otras palabras, un modelo exacto debería poder trazar una línea entre los deterioros que no producen un MAC y los deterioros que sí producen un MAC y habilitan a una de las partes a cancelar la operación. Para ello, MILLER se enfoca en el precio de la transacción.

Las partes entran en una transacción porque la misma les resulta rentable: el comprador enajena el precio a cambio del bien porque para él el precio vale menos que el bien; de la misma manera, el vendedor enajena el bien a cambio del precio porque para él el bien vale menos que el precio. La valoración subjetiva de cada parte, en especial la del comprador (conocido en la literatura económica como precio de reserva) permite que la transacción se lleve a cabo.

Una transacción se realizará siempre y cuando haya una brecha entre la disposición a pagar del comprador (*willingness to pay* o WTP) y la disposición a aceptar del vendedor (*willingness to accept* o WTA). Supongamos que para el vendedor el bien vale 100 y no está dispuesto a recibir menos de 130 (una ganancia mínima de 30). Ahora suponamos que para el comprador el bien vale 180 y no está dispuesto a pagar más de 150 (una ganancia máxima de 30). Dado que lo mínimo que está dispuesto a recibir el vendedor es 130 y teniendo en cuenta que lo máximo que está dispuesto a pagar el comprador es 150, existe una brecha que permite la negociación de un precio que será fijado entre 130 y 150.

Si el precio final pactado es 140, el vendedor habrá ganado 40 (porque vendió a 140 un bien que valoraba en 100) y el comprador habrá ganado también 40 (porque pagó 140 por un bien que valoraba en 180). Estamos ante una mejora en términos paretianos. En otras palabras,

para el comprador la transacción le resulta rentable porque gana 40 y le seguirá siendo rentable si el bien no disminuye su valor. La transacción dejará de ser rentable por completo para el comprador cuando el bien se deteriore a tal punto de igualar el precio pactado. En otras palabras, si por alguna razón el bien se deteriora antes de que se cierre la transacción de tal manera que ahora vale 140 o menos de 140, no tendrá sentido para el comprador pagar 140. Este es el *quid* del “Continuing Profitability Model”.

La operación será rentable para el comprador mientras su precio de reserva no iguale al precio del contrato, de lo contrario la operación ya no le será rentable. De esta manera, para evaluar el MAC es necesario prestar atención al precio pactado en el contrato. El precio es la línea que divide entre los deterioros inmateriales y aquellos deterioros que califican como un MAC. La lógica económica es evidente: si el deterioro del target es tal que el mismo disminuye su valor hasta igualar al precio del contrato, entonces la operación ya no le sería rentable al comprador.

Si el target valía 180 millones a la fecha de firma y el precio pactado fue 140 millones, si tales cifras se mantienen a la fecha de cierre, entonces la ganancia del comprador será 40 millones. Si ocurre un hecho que disminuye el valor de la empresa a 170 millones, la transacción aún le será rentable para el comprador (ganará 30 millones en vez de 40). Si el target disminuye su valor a 160 millones la ganancia del comprador se habrá reducido a la mitad (de 40 a 20 millones). En este caso el comprador podrá usar el MAC, no para salir de la operación (porque un MAC no habría ocurrido en sí), sino para asustar al vendedor y negociar la reducción del precio. Por otro lado, si el target llega a deteriorarse hasta valer 140 millones o menos, entonces la transacción no tendría sentido para el comprador. Cuando el target se deteriore de tal manera que llegue a igualar al precio pactado, habrá ocurrido un MAC según el “Continuing Profitability Model”.

De esta manera, MILLER dibuja la línea que divide entre los deterioros inmateriales y aquellos deterioros que producen un MAC: ocurrirá un MAC cuando el valor del target se disminuya hasta igualar o ser menor al precio pactado.

Dentro de este contexto, nosotros consideramos que esta regla debe ser matizada según los intereses del comprador y la redacción del MAC en el contrato. En primer lugar, una empresa de *private equity* puede estar interesada solamente en invertir 100 millones de dólares en

comprar una empresa (10 millones en *equity* y 90 millones en deuda) siempre y cuando la rentabilidad sea al menos de un 35%, en otras palabras, que pueda ganar como mínimo 35 millones con la venta de la empresa adquirida. Si la rentabilidad fuera menor (por ejemplo, de 25 millones), el fondo no estaría interesado en la adquisición. Ante tal situación, la salida del fondo de la operación no puede estar supeditada a que el deterioro del target iguale el precio pactado. En nuestro ejemplo, un MAC ocurriría cuando el valor del target se deteriora de tal manera que el fondo no pueda obtener una rentabilidad del 35%.

Estas reflexiones son muy importantes porque no es lo mismo la alegación de un MAC por parte de un comprador estratégico (con visión a largo plazo) que por un comprador financiero (con visión a corto-mediano plazo, como las empresas de *private equity* que se dedican a comprar y vender empresas para ganar la diferencia).

Mientras que para los compradores estratégicos la regla sería que solo ocurrirá un MAC cuando el valor del target iguale el precio pactado, para el caso de los compradores financieros dicha regla sería la excepción. Una empresa de *private equity* podría salir exitosamente de la operación ante la alegación de un MAC sin necesidad de que el valor del target iguale el precio del contrato.

Precisamente, y en segundo lugar, las empresas de *private equity* podrían matizar la regla mencionada a través de la redacción del MAC. Según lo pactado como MAC Expectation Metrics, el comprador financiero tendrá mayores posibilidades de alegar un MAC si incluye la redacción “*could reasonably result in a MAC*” en el supuesto que el valor del target no iguale el precio.

De esta manera MILLER pretende solucionar el problema del “Percent Diminution”. Por otro lado, ¿cuál es la solución para el “Fiscal Periods Problem”? MILLER considera que basta con comparar la fecha de firma con los dos periodos siguientes a la declaración del MAC. Tengamos en cuenta que MILLER no explica por qué solo los dos periodos siguientes. Sin perjuicio de ello, consideramos que la elección de los periodos es un tema casuístico que difícilmente puede determinarse de manera *ex ante*. Lo que sí queda claro es que debemos comparar entre el momento en que se firma el contrato y el momento posterior a la declaración del MAC.

3.2.4 The Black Swan, Unknown Unknowns y una teoría sobre la cláusula MAC

Teniendo en cuenta las complicaciones que genera redactar un MAC de manera general, ambigua y circular, algunos autores y *practitioners* han recomendado redactar la definición del MAC con mayor detalle, proponiendo umbrales (*threshold*) como montos dinerarios. En el caso *Nip v. Checkpoint Sys.*, la definición del MAC señaló que un cambio material adverso era aquél que afectara el negocio, la situación financiera o las expectativas de ganancias de la compañía objetivo en una suma igual o superior a \$50.000²³³. En el caso *Great Lakes Chemical Corp. v. Pharmacia* se definió el MAE como “a negative effect or a negative change on the operations, results of operations or conditions (financial or otherwise) in an amount equal to \$6,500,000 or more”²³⁴.

Teniendo en cuenta las complicaciones de alegar un MAC como excusa para no cerrar la operación y con ocasión de los acontecimientos del 11 de septiembre, abogados de la firma *White & Case* recomendaron “First, though very difficult and unusual to do, consider defining the MAC in the documents more precisely, with specific markers for the conditions that would constitute a MAC, including, for example, dollar threshold or particular events...”²³⁵

Igualmente, con ocasión de la decisión del caso *Hexion v. Huntsman*, abogados de *White & Case* volvieron a recomendar cómo se deberían redactar las cláusulas MAC: “Hexion suggests that parties negotiating MAE clauses seriously consider terms that might: (i) shift the burden of proof regarding use of the clause; and (ii) provide greater specificity in the types of changes that may constitute a MAE, including changes in general market or macroeconomic conditions.”²³⁶

²³³ 154 S.W.3d 767 (Tex. App. 2004)

²³⁴ 788 A.2d 544, 557 (Del.Ch. 2001)

²³⁵ REISS, John M. y Matthew J. KAUTZ. “The events of sept. 11 bring a new threat to successful deal conclusion into focus: The materially adverse conditions clause”. En *The Mergers & Acquisitions Advisor*, Vol. 1, Issue 11, 2001, pp. 2.

²³⁶ PELL, Owen C. y Paul CARBERRY. “Delaware Court Interprets Material Adverse Effect Clause to Bar Hexion and Apollo from Abandoning Huntsman Deal”. En *White & Case*, Commercial Litigation, 2 de octubre de 2008.

Ciertos autores no están de acuerdo con tales recomendaciones y consideran que las cláusulas MAC deben mantenerse generales. ADAMS identifica cuatro problemas de una definición detallada del MAC: (i) la aplicación de un monto dinerario sería arbitrario al no poderse aplicar a todo tipo de operaciones ni poder determinar todo tipo de afectación, (ii) fijar un límite dinerario que se aplique a todo supuesto podría complicar y frenar las negociaciones, (iii) si se ponen ejemplos de afectaciones se incrementa la posibilidad de que las cortes rechacen la alegación de un evento que no se parezca a los ejemplos pactados, y (iv) finalmente y más importante, “MAC provisions are intended to capture the unknown”²³⁷.

Como fue reportado en su momento por *The Economist*: “Some M&A lawyers are advising clients to make their MAC clauses less vague. But this has dangers. If a clause is too specific, factors that are not cited explicitly may be assumed by the courts to be excluded. Jim Morphy, head of M&A at Sullivan & Cromwell, reckons that this spate of disputes is likely to prove short-lived; it is a sign of the times, with buyers scarce and nervous. In normal times, when neither buyer nor seller has the upper hand, creating a detailed MAC clause gets in the way of completing the deal”.²³⁸

Consideramos que la cláusula MAC debe mantenerse general e incluso ambigua si no se quiere perder su utilidad dentro del *deal*, y nuestra teoría demostrará que la cláusula MAC tiene sentido porque su propósito es capturar lo desconocido, aquello que las partes no pueden prever. Aquí es donde comienza nuestra explicación.

a) Ambiguity aversion

El primer acontecimiento que hace posible nuestra toma de posición es la interdisciplinariedad entre el derecho, economía y psicología, conocido también como Behavioral Law & Economics.

Cuenta la historia que el derecho solo era entendido y dominado por abogados. Solo ellos sabían cómo regular el comportamiento de las personas para garantizar la convivencia

²³⁷ ADAMS, Kenneth A. “A legal-usage analysis of material adverse change provisions”, *Óp. Cit.*, pp. 28-29.

²³⁸ THE ECONOMIST. “MAC the knife. Escape clauses in merger contracts have been thrust into the spotlight”. En *The Economist*, 6 de diciembre de 2001.

pacífica. Pero un día, llegaron los economistas y se preguntaron: si los abogados regulan el comportamiento humano, ¿no deberían primero *entender* dicho comportamiento? De esta manera impusieron el modelo del hombre económico para entender cómo las personas responden a los incentivos y poder predecir dicho comportamiento.

Por mucho tiempo los economistas pensaron que su modelo era indestructible. Tanto es así que creían que desde sus escritorios podían predecir cualquier acontecimiento. De repente, aparecieron unos psicólogos y se hicieron una pregunta similar: si los economistas quieren predecir el comportamiento humano, ¿no deberían primero entender *correctamente* dicho comportamiento?

Actualmente, nos encontramos en dicha etapa de la historia. El análisis económico del derecho ha tenido un gran impacto en el entendimiento de las instituciones legales. Por mucho tiempo se pensó que los grandes problemas del derecho podían resolverse desde la economía. Sin embargo, gracias a los aportes de la psicología (y la neurociencia), los postulados económicos han sido revisados y ajustados. Producto de ello nació el *behavioral economics* (o psicoeconomía). Ahora el derecho se nutre tanto de la economía como de la psicología. La interacción entre abogados, economistas y psicólogos ha permitido un mejor entendimiento de diversas ramas del derecho, entre ellas el derecho financiero.

Robert J. SHILLER ganó en el 2013 el Premio Nobel de Economía²³⁹ por sus aportes al *behavioral finance*²⁴⁰, una mezcla de economía, finanzas y psicología, que tiene como objetivo introducir conceptos cognitivos para entender cómo realmente se comportan los inversionistas y cómo funcionan los mercados financieros. Uno de los conceptos cognitivos

²³⁹ SHILLER, Robert J. "Speculative Assets Price". En *Nobel Prize Lecture*, 8 de diciembre de 2003, pp. 1-45.

²⁴⁰ La principal obra de SHILLER lleva el título de "exuberancia irracional", en el cual explica por qué la crisis de los mercados financieros se debió a la irracional no controlada de los inversionistas. SHILLER, Robert J. *Irrational Exuberance*. Second Edition. Revised & Updated. New York: Broadway Books, 2009. Véase también: SHILLER, Robert J. *Las Finanzas en una Sociedad Justa. Dejemos de condenar el sistema financiero y, por el bien común, recuperémoslo*. Barcelona: Deusto, 2012. SHILLER también ha escrito dos libros extraordinarios sobre *behavioral economics* y *behavioral finance* en coautoría con George A. AKERLOF, Premio Nobel de Economía en el 2001. Véase: *Animal Spirits. How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton: Princeton University Press, 2009 y *Phishing for Phools. The Economics of Manipulation and Deception*. Princeton: Princeton University Press, 2015.

que ha sido utilizado en el estudio de los mercados financieros es el *ambiguity aversion*²⁴¹, el cual también ha sido utilizado para explicar cómo la cláusula MAC ha sido creada para cubrir eventos inciertos y ambiguos.

En efecto, Eric TALLEY –un reconocido profesor de derecho en Berkeley y especialista en economía experimental- realizó un estudio en donde analizó 528 operaciones con cláusula MAC y concluyó que dicha cláusula tiene como finalidad cubrir la ambigüedad. Para ello hay que diferenciar entre riesgo e incertidumbre. El “riesgo” (*risk*) se refiere a la aleatoriedad que es familiar y que puede ser medida probabilísticamente, mientras que la “incertidumbre” (*ambiguity*) es aquella aleatoriedad que no es familiar (es desconocida) y que no puede ser medida objetivamente a través de medios probabilísticos²⁴². En otras palabras, las situaciones de riesgo se caracterizan por medir objetivamente la aleatoriedad en base a porcentajes (%) mientras que tal medición no es posible en situaciones de incertidumbre. Las personas que prefieren las situaciones de riesgo sobre las situaciones de incertidumbre son *ambiguity averse decision makers* o adversos a la incertidumbre²⁴³.

El mejor ejemplo para explicar la diferencia entre riesgo e incertidumbre fue realizado hace más de 50 años por Daniel ELLSBERG a través de un experimento mental²⁴⁴. El juego consiste en sacar al azar pelotas de una urna. La Urna A tiene 100 pelotas, 50 rojas y 50 negras. La Urna B también tiene 100 pelotas, pero se desconoce la frecuencia de pelotas rojas y negras.

²⁴¹ MUKERJI, Sujoy y Jean-Marc TALLON. “Ambiguity Aversion and Incompleteness of Financial Markets”. En *The Review of Economic Studies*, Vol. 68, No. 4, 2001, pp. 889-904.

²⁴² TALLEY, Eric L. “On uncertainty, ambiguity and contractual conditions”, *Óp. Cit.* pp. 759.

²⁴³ MUKERJI, Sujoy y Jean-Marc TALLON. “Ambiguity Aversion and Incompleteness of Financial Markets”, *Óp. Cit.*, pp. 883: “Suppose an agent’s subjective knowledge about the likelihood of contingent events as consistent with more than one probability distribution. And further that, what the agent knows does not inform him of a precise (second order) probability distribution over the set of “possible” (first order) probability. We say then that the agent’s beliefs about contingent events are characterized by *ambiguity*. If ambiguous, the agent’s beliefs are captured not by a unique probability distribution in the standard Bayesian fashion but instead by a set of probabilities. Thus not only is the outcome of an act uncertain but *also* the expected payoff of the action, since the payoff may be measured with respect to more than one probability. An *ambiguity averse* decision maker evaluates an act by the minimum expected value that may be associated with it: the decision rule is to compute all possible expected values for each action and then choose the act which has the best minimum expected outcome.”

²⁴⁴ ELLSBERG, Daniel. “Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 75, No. 4, 1961, pp. 650 y ss.

Sin perjuicio de la urna de donde se saque la pelota, el jugador ganará \$100 si al azar saca una pelota roja. ¿Cuál será la urna elegida por los jugadores? Los jugadores preferirán sacar la pelota de la Urna A. Si ahora el premio consistiera en sacar una pelota negra y no una roja, ¿variaría la elección de los jugadores? La respuesta no cambiaría: los jugadores seguirán prefiriendo jugar con la Urna A.

Según ELLSBERG, la razón de la preferencia entre la Urna A y la Urna B es que la primera representa el riesgo mientras que la segunda la incertidumbre. Los jugadores saben de antemano que si juegan en la Urna A tendrán 50% de sacar una bola roja o negra, ni más ni menos (porque de las 100 pelotas, 50 son rojas y 50 son negras), pero respecto de la Urna B los jugadores solo saben que hay 100 pelotas, pero no conocen cuántas rojas y cuántas negras habrán. De esta manera, tampoco saben cuál es la probabilidad de ganar o de perder. Esta preferencia del riesgo sobre la ambigüedad es lo que caracteriza al *ambiguity aversion*.

Una de los postulados que ayuda a explicar este tipo de comportamientos proviene del *behavioral economics* y se denominada Maximum Expected Utility (MEU). En términos simples, bajo esta perspectiva la persona que es adversa a la incertidumbre asignará todo el “peso”²⁴⁵ al peor escenario posible (*worst case scenario*). Si al jugador en el experimento de ELLSBERG se le premiase por sacar una pelota roja, se pondrá en el peor escenario y considerará que la Urna B tiene 100 pelotas negras y ninguna roja, de manera que elegirá la Urna A. Si el premio se entregase por sacar una pelota negra, el razonamiento sería a la inversa y el resultado el mismo: el jugador pensará en el peor escenario (dada la incertidumbre) y considerará que la Urna B tiene 100 pelotas rojas y ninguna negra, prevaleciendo nuevamente la Urna A. Si bien ELLSBERG no llevó a la práctica su experimento mental, el mismo ha sido confirmado por académicos de prestigio como CAMERER²⁴⁶ y

²⁴⁵ Esta tendencia psicológica del “*weighting*” ante datos probabilísticos ha sido desarrollada en la teoría más importante del *behavioral economics*. Véase: KAHNEMAN, Daniel y Amos TVERSKY. “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”. En *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, 1979, pp. 263 y ss.; CAMERER, Colin F. “Prospect Theory in the Wild: Evidence from the Field”. En *California Institute of Technology*, Division of the Humanities and Social Sciences, Social Science Working Paper 1037, 1998, pp. 1 y ss.

²⁴⁶ CAMERER, Colin y Martin WEBER. “Recent Developments in Modeling Preferences: Uncertainty and Ambiguity”. En *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 5, 1992, pp. 327 y ss.

TVERSKY²⁴⁷.

Teniendo en cuenta los postulados relacionados a la aversión a la incertidumbre, TALLEY realizó un interesante estudio en donde señala que la cláusula MAC está pensada para cubrir situaciones desconocidas, inciertas, en donde reina la incertidumbre y la ambigüedad. TALLEY señala que “Although ambiguity aversion does not categorically prescribe contract avoidance in the face of uncertainty, it at least pushes in that direction (with varying degrees of strength). Consequently, if contracting parties are ambiguity averse, those preferences should be reflected in the terms of their deals (such as MAC/MAE provisions)”²⁴⁸.

De esta manera, si no hay problemas de incertidumbre y las partes pueden anticipar las probabilidades de eventuales contingencias, las partes no deberán preocuparse de la incertidumbre. Pero si las partes se desenvuelven en ambientes donde la incertidumbre suele ser frecuente, como en el caso de operaciones de M&A y financiamiento, y en general, en el mundo financiero, las partes deberán redactar cláusulas contractuales que les permitan excusarse de sus obligaciones y que a la misma vez reflejen el rechazo a la incertidumbre²⁴⁹. Efectivamente, la inclusión de una cláusula tan general como un MAC es una señal que demuestra que las partes no están dispuestas a cerrar la operación si la incertidumbre se materializa y las afecta de manera adversa.

Teniendo en cuenta lo mencionado, TALLEY propone 4 principios relacionados a la aplicación concreta de la cláusula MAC por parte de las cortes y los abogados transaccionales.

El primero es el Principio del Conservatismo Débil o “Weak Conservatism Principle”, por el cual: “Courts should be conservative about finding ambiguity to be substantial factor within a contract, and in the absence of other evidence should adopt a presumption that the danger

²⁴⁷ FOX, Craig R. y Amos TVERSKY. “Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 3, 1995, pp. 588 y ss.

²⁴⁸ TALLEY, Eric L. “On uncertainty, ambiguity and contractual conditions”, *Óp. Cit.* pp. 783.

²⁴⁹ *Ibidem*: “If the surplus available through contracting remains within the domain of well-understood risks, then contracts (and the judicial enforcement of them) should be relatively insensitive to ambiguity aversion. On the other hand, if (1) conditions may plausibly transition into a domain of uncertainty, and (2) either party is ambiguity averse, then contract terms (and the judicial enforcement thereof) should explicitly account for the possibility of uncertainty. In severe cases of realized ambiguity, it may be optimal for contractual duties to be excused altogether.”

of ambiguity is negligible”²⁵⁰.

El segundo es el Principio de Familiaridad o “Familiarity Principle”, por el cual: “As parties become more (less) familiar with the characteristic of an unpredictable contingency, they will begin to treat it more (less) as a form of risk than of uncertainty. Consequently, courts should be most receptive when excusing claims predicated on the occurrence of an event whose characteristics are relatively unfamiliar to either party”²⁵¹.

El tercero es el Principio Madrugador o “Early Bird Principle”, por el cual “Courts should be most receptive to excuse claims asserted before significant uncertainty has been resolved. Excuses asserted long after the executory stage, in contract, should be treated with skepticism”²⁵².

Finalmente, el cuarto principio es el Principio de El que Evita la Incertidumbre al Menor Costo o “Low Cost Ambiguity Avoider Principle”, por el cual: “Courts should be reluctant to grant an excuse if that party could have taken reasonable steps to avoid or reduce ambiguity, but failed to take such steps”²⁵³.

Según TALLEY, los principios propuestos reflejan las dos principales decisiones de MAC *claims* resueltas por la Corte de Delaware. En *Hexion v. Huntsman*, LAMB fue escéptico en considerar la ocurrencia de un MAC y señaló que la carga de la prueba se encontraba en *Hexion*, lo cual puede ser visto como una presunción de que nada extraordinario ni incierto ha pasado a menos que se demuestre lo contrario (Weak Conservatism Principle). Además, LAMB consideró que *Huntsman* había incumplido con su obligación de cerrar el contrato de manera dolosa, y si realmente hubiera ocurrido un evento adverso, el mismo hubiera sido alegado oportunamente y no casi un año después de firmado el contrato (Early Bird Principle). Además, se había pactado una cláusula de *best efforts* para que *Huntsman* hiciera todo lo posible para cerrar la operación, y a pesar de ello, alegó que la transacción generaría

²⁵⁰ Ídem, pp. 785.

²⁵¹ Ibídem.

²⁵² Ídem, pp. 786.

²⁵³ Ibídem.

pérdidas en base a juicios arbitrarios y fabricados (Low Cost Ambiguity Avoider)²⁵⁴.

En *IBP v. Tyson Foods*, STRINE consideró que los pobres resultados de un primer trimestre de IBP no podían ser considerados como un MAC teniendo en cuenta la naturaleza cíclica del negocio de carnes. Esta contingencia era conocida por Tyson y no constituía un evento que no hubiera podido prever (Principle of Familiarity)²⁵⁵.

Si tuviéramos que resumir la tesis de TALLEY, la misma podría agruparse en las siguientes ideas: (i) debemos diferenciar entre la aleatoriedad caracterizada por el riesgo y la aleatoriedad caracterizada por la incertidumbre, (ii) entre riesgo e incertidumbre, las personas tienden a preferir la situación de riesgo porque la incertidumbre los hace pensar en el peor escenario posible, (iii) la cláusula MAC es un dispositivo que demuestra el rechazo de las partes por la incertidumbre, y por ello, solo podrá ser alegada para salir de la operación en casos de eventos realmente desconocidos y que no puedan ser previstos, (iv) la experiencia de eventos de incertidumbre hará que tales acontecimientos se vuelvan en eventos de riesgo, de manera que una primera alegación exitosa de la ocurrencia de un MAC reducirá las posibilidades de que posteriormente otra parte pueda alegar el mismo hecho como constitutivo de un MAC, y así sucesivamente, y (v) no podrá alegar la ocurrencia de un MAC aquella parte que tuvo la oportunidad de hacer algo –según el contrato- para evitar lo que no sabía que podía evitar.

La tesis de TALLEY es un primer momento en la construcción de nuestra teoría sobre la cláusula MAC. Veremos cómo los postulados sobre la adversidad a la incertidumbre se complementan con los postulados de TALEB, la poesía de RUMSFELD y la diferencia entre reglas y estándares formulada por la literatura económica.

b) Capturando al cisne negro

En el caso *Hexion v. Huntsman*, Vice Chancellor LAMB señaló que “[MAC/MAE’s] are strange animals, *sui generis* among their contract clause brethren”. La intención de dicha

²⁵⁴ Ídem, pp. 802.

²⁵⁵ Ídem, pp. 804-805.

frase era transmitir que la cláusula MAC es una cláusula extraña, como un animal raro cuya especie recién ha sido descubierta.

Nosotros hemos identificado cuál es el animal del que habla la Corte de Delaware: se trata de un cisne, en específico, un cisne negro (The Black Swan). Nuestra teoría consiste en explicar por qué la cláusula MAC tiene la función de capturar al cisne negro.

Nassim Nicholas TALEB, profesor en la New York University Polytechnic School of Engineering, ha criticado cómo las personas, en especial los científicos dedicados a la economía y las finanzas, creen que pueden predecir todo lo que vaya a pasar y tienden a minimizar –sino excluir– el gran impacto de las cosas desconocidas e impredecibles. Las personas suelen creer en un conocimiento general sin tener en cuenta que en cualquier momento dicho conocimiento podría ser desmentido.

Antes del descubrimiento de Australia, las personas estaban convencidas de que *todos* los cisnes eran blancos, una afirmación que parecía basarse en evidencia empírica. La aparición del primer cisne negro –y posteriormente de muchos otros– llamó la atención de aquellas personas dedicadas al estudio del color de las aves.

Esta metáfora es usada por TALEB en su aclamada obra “The Black Swan” en donde trata de explicar el gran impacto de lo altamente improbable y de cómo las personas tienden a ignorar tales eventos y a tratarlos como si fueran previsibles *después* de su ocurrencia²⁵⁶.

Un cisne negro tiene tres atributos. Primero, es un evento atípico (*outlier*) que se encuentra fuera de nuestras expectativas, dado que nada de lo que haya ocurrido en el pasado puede ayudar a predecirlo. Segundo, es un evento que produce un gran impacto. Tercero, el evento es analizado en retrospectiva, esto es, la mente humana hace que a pesar de que se trate de un evento improbable, las personas lo analicen *después* de ocurrido y lo expliquen como si hubiera sido un evento que pudo preverse en su momento. Rareza, impacto extremo y análisis retrospectivo es lo que caracterizan al cisne negro²⁵⁷.

²⁵⁶ TALEB, Nassim Nicholas. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Second Edition. New York: The Random House Publishing Group, 2010, pp. xxii. Posteriormente, en base a los argumentos expuestos en *The Black Swan*, TALEB publicó *Antifragile. Things that Gain from Disorder*. New York: Random House Trade Paperbacks, 2014.

²⁵⁷ *Ibidem*.

Estos eventos suceden en nuestra vida cotidiana, en la vida en general y han determinado el destino de nuestra historia. La computadora, el internet, la crisis de 1987, Google, The Beatles, el 11 de septiembre y el ascenso de Hitler, son ejemplos de cisnes negros. Nada del pasado nos pudo ayudar a predecir lo que iba a ocurrir, y precisamente, la falta de dicha predictibilidad produjo que tales eventos tengan un impacto extremo en el mundo. A pesar de tal extrañeza, las explicaciones sobre tales eventos se hacen en retrospectiva como si hubieran sido hechos predecibles.

TALEB trabajó como financista y pudo observar que en el mundo financiero las personas sufren de una esquizofrenia por tratar de predecir lo impredecible a través de complejos modelos matemáticos y económicos, que sorprendentemente no incluyen en sus predicciones aquellos eventos altamente improbables y de gran impacto. No debería resultar extraño que incluso, con el afán de predecir lo impredecible, en Wall Street se empezó a contratar a físicos para estructurar modelos más precisos²⁵⁸. No debería sorprendernos por qué a pesar de los grandes esfuerzos realizados por los economistas y financistas, las crisis suele ocurrir cuando menos lo esperan.

TALEB exige que aprendamos a no aprender y que nos preocupemos en aquellas cosas que sabemos que no conocemos. “We do not spontaneously learn that *we don't learn that we don't learn*”²⁵⁹. Lo que ya conocemos puede ser enfrentado. Si el 10 de septiembre del 2001 hubiéramos sabido que un par de aviones estrellarían las Torres Gemelas, hubiéramos tomado las precauciones necesarias para impedir dicho atentado. Sin embargo, precisamente nuestro desconocimiento de la ocurrencia de tal atentado fue lo que generó el gran impacto en el mundo que ya todos conocemos. “What you know cannot really hurt you”²⁶⁰.

Es importante reconocer que hay cosas que no sabemos y preocuparnos en dicha ignorancia. Vivimos pensando que solo debemos preocuparnos de lo que conocemos, pero desconocemos lo que no sabemos y no le prestamos importancia, y más aún, una vez que ocurren y nos

²⁵⁸ WEATHERALL, James Owen. *The Physics of Wall Street. A Brief History of Predicting the Unpredictable*. New York: Houghton Mifflin Harcourt, 2013; NORRIS, Floyd. “Solving for \$. 'The Physics of Wall Street' by James Owen Weatherall”. En *The New York Times*, 4 de enero de 2013.

²⁵⁹ TALEB, Nassim Nicholas. “The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable”. En *The New York Times*, 22 de abril de 2007.

²⁶⁰ *Ibidem*.

hacen daño, pretendemos darle una explicación como si siempre hubiéramos sabido que ello pasaría. “Black Swan logic makes *what you don't know* far more relevant than what you do know”²⁶¹.

Las ideas de TALEB se complementan en una perfecta armonía con la poesía brindada por el ex Secretario del Departamento de Defensa de los Estados Unidos, Donald H. RUMSFELD. Durante una rueda de prensa con ocasión del conflicto con Iraq y ante una pregunta de un periodista, RUMSFELD respondió lo siguiente:

“As we know,
There are known knowns.
There are things we know we know.
We also know
There are known unknowns.
That is to say
We know there are some things
We do not know.
But there are also unknown unknowns,
The ones we don't know
We don't know”²⁶²

La propuesta de “known knowns”, “known unknowns” y “unknown unknowns” fue objetivo de titulares de medios de comunicación²⁶³ y fue usado en investigaciones científicas²⁶⁴. Incluso, RUMSFELD ganó el premio “Foot in Mouth” por el mejor comentario sin sentido realizado en público. Anecdóticamente, otro de los comentarios nominados a tal premio fue el realizado por Arnold Schwarzenegger quien dijo lo siguiente en el contexto de un debate sobre el matrimonio entre personas del mismo sexo: “I think that gay marriage is something that should be between a man and a woman”²⁶⁵.

²⁶¹ TALEB, Nassim Nicholas. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Óp. Cit., pp. xxiii.

²⁶² RUMSFELD, Donald H. “News Transcript. Presenter: Secretary of Defense Donald H. Rumsfeld”. En *U.S. Department of Defense*, 12 de febrero 2002; SEELY, Hart. “The Poetry of D.H. Rumsfeld. Recent works by the secretary of defense”. En *Slate*, 2003.

²⁶³ BBC NEWS. “What we know about 'unknown unknowns'”. En *BBC News*, 30 de noviembre de 2007; CBS NEWS. “Known Knowns, Known Unknowns and Unknown Unknowns: A Retrospective”. En *CBS News*, 9 de noviembre de 2006.

²⁶⁴ LOGAN, David C. “Know knows, known unknowns, unknown unknowns and the propagation of scientific enquiry”. En *Journal of Experimental Botany*, Vol. 60, No. 3, 2009, pp. 712 y ss.

²⁶⁵ BBC NEWS. “Rum remark wins Rumsfeld an award”. En *BBC News*, 2 de diciembre de 2003.

A pesar de las anécdotas dejadas por el discurso de RUMSFELD, lo cierto es que dicha poesía tiene un significado muy fuerte y profundo. Hay cosas que sabemos que conocemos, hay cosas que sabemos que no conocemos, pero más importante, hay cosas que no sabemos que no conocemos. Afirmaba CHOMSKY que “The general population doesn’t know what’s happening, and it doesn’t even know that it doesn’t know”. Un abogado transaccional sabe que conoce de derecho (“known knowns”), sabe que desconoce de botánica (“known unknowns”), pero ¿está consciente que hay muchas cosas que no sabe que desconoce? ¿Está consciente de los “unknown unknowns”?

Desde la psicoeconomía los “known unknowns” serían equivalentes al riesgo mientras que los “unknown unknowns” a la incertidumbre. En términos de TALEB, los “unknown unknowns” son los cisnes negros.

Esta clasificación de cosas que están dentro y fuera de nuestro conocimiento y de nuestra capacidad de previsión, ayuda a entender la regulación contractual en operaciones que se desarrollan en ambientes de alta incertidumbre y en donde los cisnes negros aparecen en los momentos menos esperados. Precisamente, los abogados transaccionales están pendientes de dichos animales extraños y han creado una cláusula para atraparlos: la cláusula de cambios materiales adversos o MAC.

La utilidad de una definición general del MAC permite capturar a los cisnes negros, a aquellos “unknown unknowns” que se materializan en eventos extraños, improbables y de gran impacto.

Recordemos que en el caso *IBP v. Tyson Foods*, Vice Chancellor STRINE señaló que la cláusula MAC era mejor entendida como “a backstop protecting the acquirer from the occurrence of *unknown events* that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner”. A su vez, ADAMS afirmó que “MAC provisions are intended to capture the unknown”²⁶⁶. De igual manera, Steven M. DAVIDOFF, especialista en la cláusula MAC, señaló que “In later stages of the crisis, deals would be stretched and stressed at every seam, as buyers struggled to escape contractual commitments and targets sought to hold buyers to their word. But in the beginning of this period, these disputes would

²⁶⁶ ADAMS, Kenneth A. “A legal-usage analysis of material adverse change provisions”, *Óp. Cit.*, pp. 29.

focus on a clause embedded in acquisitions agreements to address just such unexpected events: the material adverse change clause, or MAC”²⁶⁷.

No quedan dudas que la jurisprudencia y los académicos han reconocido que la cobertura de la cláusula MAC se encuentra en aquellos eventos “unknown” o con mayor precisión, “unknown unknowns” o cisnes negros. Si prestamos atención, una de las características del cisne negro es –además de que sea raro e improbable- que genere un gran impacto. En el contexto de las operaciones de M&A y financiamientos, el gran impacto del cisne negro es rebautizado como una afectación “material adversa”.

Nuevamente, la función del MAC es capturar al cisne negro: en caso ocurra un evento raro, improbable y que genere un gran impacto (material adverso) en el target, las partes podrán negarse a cerrar la operación como una muestra del rechazo hacia la incertidumbre o “unknown unknown”.

En una operación de M&A las partes negocian el precio (“known knowns”) y distribuyen los riesgos de aquellas contingencias que conocen que podrían ocurrir en abstracto pero cuya ocurrencia en concreto desconocen (“known unknowns”). Finalmente, las partes están conscientes que hay eventos que no saben que desconocen, que nadie sabe de qué se tratan ni cuándo podrían ocurrir (“unknown unknowns”). *Solo saben que no saben sobre algo que no saben.*

A efectos de las cláusulas contractuales estudiadas, los *covenants* serían “known knowns”, los *reps & warranties* serían “known unknowns” y los MAC’s serían “unknown unknowns”.

El desconocimiento total y la falta de capacidad de previsión hicieron que las partes crearan una cláusula general y ambigua que pueda capturar aquello que nadie puede anticipar y que pueda generar un gran impacto en el fundamento económico subyacente al contrato. El resultado fue la cláusula MAC. Tanto la doctrina como la jurisprudencia de la Corte de Delaware confirman nuestra explicación del MAC como un instrumento destinado a capturar al cisne negro.

²⁶⁷ DAVIDOFF, Steven M. *Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal and the Private Equity Implosion*, *Óp. Cit.*, pp. 48.

c) Rules versus Standards

Como ya hemos mencionado, se ha señalado que sería recomendable pactar una definición más precisa respecto a lo que constituiría un MAC. Uno de los principales argumentos que suele invocarse es la falta de certeza y los altos costos de litigio que tendrían que asumir las partes. Sin embargo, explicaremos por qué mantener una definición general, ambigua y circular del MAC es eficiente.

La literatura económica ha clasificado a las normas legales o a las cláusulas contractuales entre reglas y estándares²⁶⁸. Dicha clasificación surge con la superación de la creencia de que los contratos son –y deben ser– completos, que las partes gastan todos los recursos necesarios para cubrir todo tipo de contingencias y que si las cortes encuentran un vacío en el contrato, deben integrar el mismo y encontrar la voluntad de las partes. La tesis tradicional muestra una fobia a los vacíos contractuales.

Por el contrario, en la literatura económica se ha consolidado la teoría de los contratos incompletos²⁶⁹, por el cual los contratos no pueden ser completos dado los altos costos de negociación, y por ello, si existe algún vacío en el contrato no es porque las partes no hayan previsto dicha circunstancia, por el contrario, se debe a que las partes han acordado expresamente en tal vacío. En otras palabras, las partes se ponen de acuerdo en que no están de acuerdo²⁷⁰ y dejan un vacío en el contrato porque dicho vacío les resulta eficiente.

El punto más interesante de la teoría económica de los *incomplete contracts* se encuentra en el reconocimiento de la existencia de costos de transacción que justifica que las partes no negocien todo tipo de contingencia en el contrato, y en consecuencia, dejen vacíos

²⁶⁸ SCHÄFER, Hans-Bernd. “Legal Rules and Standards”. En *German Working Papers in Law and Economics*, Paper 2, 2002, pp. 1 y ss.

²⁶⁹ HART, Oliver y John MOORE. “Incomplete Contracts and Renegotiation”. En *Econometrica*, Vol. 56, No. 4, 1988, pp. 755 y ss.; SCOTT JOHNSTON, Jason. “Strategic Bargaining and the Economic Theory of Contract Default Rules”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 100, No. 3, 1990, pp. 615 y ss.; CHUNG, Tai-Yeong. “Incomplete Contracts, Specific Investment, and Risk Sharing”. En *Review of Economic Studies*, Vol. 58, 1991, pp. 1031 y ss.; MASKIN, Eric y Jean TIROLE. “Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts”. En *Review of Economic Studies*, Vol. 66, 1999, pp. 83 y ss.; CHOI, Albert y George TRIANTIS. “Completing Contracts in the Shadow of Costly Verification”. En *The Journal of Legal Studies*, Vol. 37, No. 2, 2008, pp. 503 y ss.

²⁷⁰ Véase en la literatura peruana a: BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo. “De acuerdo en que no estamos de acuerdo. Análisis económico de la interpretación contractual”. En ID. *Derecho y Economía. El análisis económico de las instituciones legales*, segunda reimpresión Lima: Palestra, 2010, pp. 395 y ss.

estratégicos o redacciones vagas²⁷¹. El ahorro en los costos de transacción y la baja probabilidad de ocurrencia de una contingencia compensan los vacíos y vaguedades contractuales. En este contexto, la completitud de los contratos no siempre es deseable.

No es necesario redactar un contrato complejo pues, como señala SHAVELL²⁷², los términos expresos que podrían pactarse en el contrato pueden reemplazarse por substitutos implícitos: (i) los remedios comunes, (ii) las excusas al cumplimiento del contrato, y (iii) la renegociación.

Si una parte ejerce un remedio legal ante el incumplimiento, esto quiere decir que el deudor hubiera pactado tal remedio en el contrato de manera expresa pero no lo hizo por la existencia de una norma supletoria. Si una parte alega alguna excusa que le permita justificar su incumplimiento debido a eventos ajenos al control de las partes, esto quiere decir que el deudor hubiera pactado tal excusa en el contrato pero no lo hizo porque tal excusa ya es reconocida en el derecho contractual. Igualmente, si las partes renegocian el contrato ante la ocurrencia de una contingencia desconocida, esto quiere decir que las partes dejaron un vacío o vaguedad estratégica porque les resulta más barato negociar ex post que ex ante. La importancia de los estándares (y de la cláusula MAC) tiene sentido en la renegociación como substituto implícito de las disposiciones expresas (que cuestan tiempo y dinero) en los contratos complejos como los de M&A.

Según la distinción entre reglas y estándares en los contratos, las reglas²⁷³ son aquellas cuya redacción es detallada, y en consecuencia, queda claro cuál es su ámbito de aplicación, mientras que los estándares son aquellas que incluyen una redacción general y vaga, cuyo ámbito de aplicación requiere interpretación para el caso en concreto. Existen tres costos

²⁷¹ Véase: CHOI, Albert y George TRIANTIS. “Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions”, *Óp. Cit.*, pp. 848.

²⁷² SHAVELL, Steven. “The Design of Contracts and Remedies for Breach”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 20, 1984, pp. 121-122.

²⁷³ Sobre cuándo y cómo usar reglas, véase a: SUNSTEIN, Cass R. “Problems with Rules”. En *California Law Review*, Vol. 83, No. 4, 1995, pp. 953 y ss.

involucrados en la diferencia entre reglas y estándares: (i) costos de redacción (o especificación), (ii) costos de cumplimiento, y (iii) costos de verificación²⁷⁴.

Una regla tiene altos costos de redacción pero bajo costos de cumplimiento y de verificación. Si en el contrato se pacta que “el comprador deberá pagar tal precio, en tal moneda, en tal lugar y en tal fecha”, las partes deberán asumir recursos (dinero y tiempo) destinados a negociar el precio, la moneda, el lugar del pago y la fecha. El costo de detallar el modo y tiempo del pago se ve compensado en la reducción de los costos de cumplimiento y verificación. Para que el comprador cumpla con su obligación de pago solo deberá atenerse a lo redactado en la cláusula respectiva. De la misma manera, en caso de conflicto entre las partes, cualquier tribunal podrá determinar con facilidad si el comprador cumplió o incumplió con solo leer lo señalado en el contrato y lo que pasó en los hechos.

Por su parte, un estándar tiene bajos costos de redacción pero altos costos de cumplimiento y de verificación. Si el contrato señalase que el comprador deberá realizar los mejores esfuerzos (*best efforts*) para procurar el cierre de la operación (como en el caso *Hexion v. Huntsman*), dicha redacción se hará a bajo costos de redacción. Tal ahorro se ve compensado con los mayores costos que tendrá que asumir el comprador para saber cuándo estará realizando sus mejores esfuerzos y en los costos que tendrán que asumir las partes para determinar si el comprador cumplió o no.

El *trade-off* entre costos de redacción y costos de cumplimiento y verificación dependerá de la regularidad y certeza del comportamiento que se busca regular²⁷⁵. Si el comprador tiene que pagar el precio de la adquisición, se justifica que las partes se tomen el tiempo en redactar a detalle cómo el comprador deberá cumplir con su obligación. Desde que no quedan dudas que el comprador deberá pagar el precio, los costos de redacción estarán justificados. De la

²⁷⁴ SCHÄFER, Hans-Bernd. “Legal Rules and Standards”, *Óp. Cit.*, pp. 1; SCHÄFER, Hans-Bernd. “Rule Based Legal Systems as a Substitute for Human Capital. Should Poor Countries Have a More Rule Based Legal System?”. En *German Working Papers in Law and Economics*, Paper 10, 2001, pp. 1 y ss.

²⁷⁵ KAPLOW, Louis. “Rules versus Standards: An Economic Analysis”. En *Duke Law Journal*, Vol. 42, 1992, pp. 561-562: “One can think of the choice between rules and standards as involving the extent to which a given aspect of a legal command should be resolved in advance or left to an enforcement authority to consider.”; KAPLOW, Louis. “General Characteristics of Rules”. En BOUCKAERT, Boudewijn y Gerrit DE GEEST. *Encyclopedia of Law and Economics*. Volume V. The Economics of Crime and Litigation. IX. Production of Legal Rules. Cheltenham. Edward Elgar Publishing, 2000, pp. 508 y ss.

misma manera, si el deudor deberá entregar de manera periódica información sobre su situación financiera, se justifica que la norma contractual sea detallada porque su uso será recurrente. Si las partes están seguras de que determinado comportamiento deberá realizarse y más aún si el mismo deberá realizarse en varias ocasiones, es eficiente asumir los altos costos de redacción y beneficiarse del ahorro en los costos de cumplimiento y verificación.

Por el contrario, si estamos ante acontecimientos inciertos, pocos probables y que solo ocurrirán por única vez, no tiene sentido asumir altos costos de redacción por algo que es improbable. Los altos costos de cumplimiento y verificación que tendrían que asumir las partes se ven compensados con el ahorro en los costos de redacción y la baja probabilidad de usar la regla contractual. De esta manera el uso de estándares facilita la negociación de los contratos. Si las partes se enteraran en redactar a detalle aquellos supuestos improbables, estarían obstaculizando la celebración del contrato²⁷⁶. La baja probabilidad de ocurrencia de los supuestos regulados a través de estándares justifica la no asunción de los costos de redacción.

A pesar de ello, suele argumentarse que la ambigüedad y generalidad de ciertas cláusulas contractuales podría generar altos costos de litigios que tendrán que ser asumidos por las partes. Por definición, el estándar permite que las partes tengan interpretaciones diferentes. Una parte podría tener argumentos para señalar que el contrato se cumplió mientras que la otra para decir que se incumplió. Esto eleva las posibilidades de que las partes terminen en una corte nacional o en un arbitraje²⁷⁷. Dichos costos serían evitados con el uso de reglas. Sin embargo, aunque parezca contra intuitivo, la existencia de altos costos de litigio es

²⁷⁶ Véase: POSNER, Richard A. “The Law and Economics of Contract Interpretation”. En *Texas Law Review*, Vol. 83, 2005, pp. 1581 y ss.

²⁷⁷ A diferencia del caso americano en donde las cortes nacionales son las que resuelven las controversias derivadas de operaciones de M&A (como la Corte de Delaware), en el caso latinoamericano el medio de resolución de conflictos usado es el arbitraje. A manera de ejemplo, véase: NOVAIS, Raquel; PALLIS, Adriana; ROLIM DE MELLO, Carlos José; MARA COELHO, Gláucia; SOUZA FREITAS, Clarissa Figueiredo de; GENTIL MONTEIRO, Fernando y Joao Carlos RIBEIRO AREOSA. “Los desafíos de importar conceptos del derecho anglosajón en los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña”, *Óp. Cit.*, pp. 215: “Además de las cuestiones de derecho material y contractual (especialmente en lo que atañe a los contratos de M&A) analizadas en los ítems anteriores, se hace imprescindible abordar, aunque sea brevemente, el procedimiento arbitral en Brasil, justamente por el hecho de que, modernamente, es considerado el foro adecuado para las demandas que involucran cuestiones de derecho empresarial, negocios internacionales o asuntos de mucha complejidad, para las cuales el Poder Judicial brasileño no está debidamente preparado”. Cabe señalar que las reflexiones citas son aplicables a la experiencia peruana.

eficiente²⁷⁸ porque permite que las partes renegocien los términos del contrato y así se llegue a una mejorara en términos paretianos.

Precisamente, la existencia de altos costos de litigio incentiva a las partes a renegociar los términos de la operación, como sucede con la cláusula MAC. La experiencia americana nos ha demostrado que a pesar de lo difícil que es alegar la ocurrencia de un MAC –como señala la jurisprudencia de la Corte de Delaware- los abogados transaccionales no han empezado a incluir definiciones más detalladas. Las definiciones se mantienen generales precisamente porque lo que se busca es atrapar acontecimientos que las partes no pueden prever. Por definición, lo que las partes pueden prever es negociado a detalle mientras que lo desconocido solo obtiene cobertura en cláusulas generales, ambiguas y circulares.

La cláusula MAC consiste en regular los “unknown unknowns”. Sabemos que eventualmente podría ocurrir algún acontecimiento que reduzca el valor del target, pero no sabemos qué cosa ni cuándo podría ocurrir. Estamos conscientes que hay cosas que no sabemos que desconocemos. Tal incertidumbre solo podrá ser regulada a través de una cláusula general. Claramente tal generalidad permitirá a ambas partes sostener posiciones válidas y contradictorias. Si las mismas partes no pueden decidir si un MAC ocurrió o no, ¿cómo podrán resolver las cortes si ellas tienen menos información que las propias partes? La incertidumbre en relación a la decisión del tribunal y los altos costos de litigio incentivan a las partes a renegociar el contrato.

La terminación del contrato podría evitarse con una renegociación del precio inicialmente pactado. Por el contrario, el contrato podría terminarse pero para celebrar otro diferente. Si el comprador había prometido invertir capital en el target, convertirse en accionista mayoritario y controlar la empresa, podría terminar el contrato de adquisición y celebrar uno en donde se comprometa en invertir deuda y -en vez de convertirse en accionista- convertirse en acreedor.

En teoría el comprador podría alegar un MAC para salir de la operación sin costo alguno. Sin embargo, en la práctica las partes usan el MAC como un medio útil que genera los incentivos adecuados para que las partes renegocien los términos del contrato o acuerden la reconversión

²⁷⁸ CHOI, Albert y George TRIANTIS. “Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions”, *Óp. Cit.*, pp. 883; SCOTT, Robert E. y George G. TRIANTIS. “Anticipating Litigation in Contract Design”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 115, 2006, pp. 824-825.

del mismo. Como ha sido señalado con precisión por abogados de Debevoise & Plimpton: “... as the ambiguity might allow the buyer to use the threat of litigation concerning the MAC clause, in a broader set of circumstances, to pressure the seller to renegotiate the deal”²⁷⁹.

Las reflexiones de los abogados de la firma WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ resumen de manera precisa y contundente la utilidad de la cláusula MAC en las operaciones de M&A:

“While no Delaware court has yet found an MAE to have occurred in a fully litigated case, an MAE clause is not necessarily illusory. Because the MAE provision allows an acquiror to refuse to close if there has been a material adverse effect on the target company’s business, it can also serve as a lever for renegotiating a transaction. An acquiror claiming that a target MAE occurred can put the target company in the difficult position of either litigating to enforce the original transaction terms (running the risk that the alleged MAE is established) or accepting a reduced price and other terms. Following the dramatic market downturn at the height of the LBO boom in the summer of 2007, the MAE clauses in numerous merger agreements were implicated. Some of these transactions were renegotiated (*e.g.*, the acquisition of Home Depot’s supply unit by an investor group led by Bain Capital), others were terminated by mutual agreement of the parties (either with no strings attached, like the proposed merger between MGIC Investment Corp. and Radian Group Inc., or with an alternative arrangement such as the investment that KKR and Goldman Sachs made in Harman International when they terminated their agreement to take Harman private) and a few led to litigation, as described below.”²⁸⁰

Como vemos, la redacción de un MAC general es eficiente porque: (i) reduce los costos de redacción, (ii) aumenta los costos de cumplimiento y verificación, (iii) los cuales se justifican en la baja probabilidad de ocurrencia del evento que tiene cobertura en el MAC, (iv) también genera altos costos de litigio y traslada la incertidumbre de la decisión de los tribunales, (v) lo cual genera los incentivos adecuados para que las partes renegocien el contrato y así lleguen a un acuerdo eficiente.

d) Sin costo alguno versus reverse termination fee

Por la misma naturaleza de los eventos que tienen cobertura bajo el MAC, el derecho de salida es ejercido sin costo alguno, esto es, sin necesidad de pagar un *fee* por concepto de

²⁷⁹ ASHTON, Katherine; HILL, Jeremy G.; RINKER, Kevin A. y Dmitriy A. TARTAKOVSKIY. “MAC Clauses in the UK and U.S.: Much Ado about Nothing?”, *Óp. Cit.*, pp. 7.

²⁸⁰ WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ. *Takeover Law and Practice 2015*. En *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*, 2015, pp. 114-115.

daños y perjuicios que pueda sufrir el target ante el no cierre de la operación. Si el MAC solo podrá activarse ante la ocurrencia de eventos que ninguna de la partes podrá anticipar, tiene sentido que las partes puedan excusarse de ejecutar sus obligaciones sin costo alguno.

La misma lógica se presenta en el Civil Law respecto a la teoría del riesgo sobre las prestaciones recíprocas. Dicho instituto jurídico regula la asunción del riesgo entre las partes cuando la prestación deviene en imposible antes de la entrega por causas no imputables. Si la prestación del deudor deviene en físicamente imposible, el acreedor no deberá ejecutar la contraprestación y podrá salir del contrato sin costo alguno. El riesgo de que la prestación devengue en imposible es del deudor ya que si tal imposibilidad ocurriese, no podrá reclamar al acreedor la ejecución de la contraprestación.

Debido a ello, los compradores suelen alegar la ocurrencia de un MAC para salir de la operación sin costo alguno y evitar el pago de un *fee* en caso se haya pactado. En las operaciones de M&A suele ser común que las partes pacten un *fee* (en específico, una penalidad compensatoria) en caso de incumplimiento absoluto de alguna obligación importante del comprador como sería una relacionada al cierre de la operación. Por ejemplo, al vendedor le podría interesar pactar un *fee* en caso el comprador no logre conseguir el financiamiento necesario para adquirir al target. Tal contingencia podría ocasionar que la operación se caiga. Si el comprador incumple con su obligación de obtener el financiamiento a tiempo, el comprador podría retirarse de la operación pagando una suma de dinero como indemnización.

Dicho monto dinerario es conocido como un *reverse termination fee* o *reverse break up fee*²⁸¹, a diferencia del *termination fee* o *break up fee* en donde quien paga es el vendedor²⁸². El *fee* tradicional era el *termination fee*, por el cual el vendedor se obligaba a pagar una suma de dinero en caso la operación no se cerrara por culpa de ella (por ejemplo, si acepta una mejor oferta de un tercero). Sin embargo, debido al surgimiento de los fondos de *private equity*

²⁸¹ Para mayor detalle sobre la utilidad de los *termination fee* en las operaciones de M&A, véase: AFSHARIPOUR, Afra. “Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees”, *Óp. Cit.*, pp. 1161.

²⁸² Para un tratamiento comparado sobre los *break up fees* en USA y UK, véase: COATES IV, John C. “M&A Break Fees. U.S. Litigation versus UK Regulation”. En KESSLER, Daniel P. (editor). *Regulation versus Litigation. Perspective from Economics and Law*. Chicago: The University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research, 2011, pp. 239 y ss.

como principales protagonistas de las adquisiciones de empresas, se empezó a pactar un derecho que le otorgara al fondo la posibilidad de retirarse de la operación en cualquier momento y por cualquier causa con el simple pago de un monto de dinero.

Este derecho de salida amarrado a un *fee* es el conocido *reverse termination fee*. El comprador podrá negarse a cerrar la operación simplemente pagando el *fee* pactado²⁸³, cuyo monto suele variar entre 4 y 8 % del *deal*²⁸⁴. Este derecho se explica por la especial condición de los fondos de *private equity* como comprador financiero (a corto-mediano plazo) y no estratégico (a largo plazo). El fondo quiere invertir una suma de dinero y recuperar más que su inversión en el menor tiempo posible. No hay lugar para errores. Si el fondo ve que algo anda mal, deberá tener la facilidad de salir de la operación en cualquier momento. El pago de un *fee* como un derecho de salida es un pacto estándar en el mercado de M&A.

El pacto de un *fee* es beneficioso para ambas partes. El comprador podrá saber con anticipación cuál es el límite de su responsabilidad en caso no pueda cumplir alguna obligación. Por su parte, el vendedor tendrá mayor liquidez al no tener que discutir la cuantía de los daños. Normalmente el pacto de un *fee* va amarrado a un pacto de compensación de las penalidades o a una garantía específica.

Cabe mencionar que el monto pactado en un *reverse termination fee* no suele ser insignificante. En el caso *Hexion v. Huntsman* las partes pactaron un *fee* de \$325 millones mientras que en el caso *SLM Corporation v. J.C. Flowers* el *fee* ascendió a \$900 millones²⁸⁵.

Teniendo en cuenta la utilidad e importancia de los *reverse termination fees*, debemos destacar su relación con la cláusula MAC. Imagínese que en el contrato se pactó un *reverse termination fee* en caso la operación no pueda cerrarse por incumplimiento de unas de las obligaciones a cargo del comprador. Presumamos que también se incluyó un MAC como condición precedente al cierre (el pacto de ambas cláusulas es la regla en los LBO's). Ante

²⁸³ QUINTIN, Yves. "M&A Contracts in the American Financial Maelstrom: have "Reverse Break-Up Fees" and "Mac" Clauses Turned them into mere Options?". En *International Business Law Journal*, No. 3, 2008, pp. 276.

²⁸⁴ DAVIDOFF, Steven M. "Walking Away from Merger Deals". En *The New York Times*, 2 de mayo de 2012.

²⁸⁵ GILI SALDAÑA, Marian. "Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas", *Óp. Cit.*, pp. 6.

tal situación, ¿cuál es la salida más barata para el comprador? ¿Salir de la operación pagando o no pagando el *fee*? Debido a que la respuesta es evidente, el comprador buscará alegar la ocurrencia de un MAC para evitar el pago del *fee*²⁸⁶.

A manera de ejemplo, con ocasión del *credit crisis* del 2007, el fondo de private equity J.C. Flowers intentó salir de la adquisición por \$21 billones de Sallie Mae²⁸⁷. A pesar de que el contrato contaba con un *reverse termination fee* de \$900 millones, J.C. Flowers alegó la ocurrencia de un MAC. Sallie Mae no estuvo de acuerdo y demandó a J.C. Flowers ante la corte de Delaware. Antes de que Vica Chancellor STRINE (quien resolvió el caso *IBP v. Tyson Foods* en el 2001) se pronunciara sobre el caso, las partes llegaron a un acuerdo²⁸⁸.

De la misma manera, respecto a la alegación de Hexion sobre la supuesta afectación de Hunstman por un MAC, MILLER comentaba que “For, if Huntsman *had* suffered a MAC, Hexion could have canceled the deal without having to pay the \$325 million in liquidated damages.”²⁸⁹

Al respecto, es necesario tener cuidado en la redacción de los contratos para determinar bajo qué supuestos se desencadena el pago del *fee*. La mejor posición para el comprador es la alegación exitosa de un MAC para evitar el pago del *reverse termination fee*. Por el contrario, el vendedor intentará incluir en el contrato un *fee* en caso el comprador quiera salir de la operación alegando un MAC. A pesar de que el acontecimiento que produce un deterioro en el target no haya sido ocasionado por culpa de las partes, el pago de un *fee* se vería justificado

²⁸⁶ WOLFF, Kenneth M. y Cason A. MOORE. “In the wake of the crunch: Credit market turmoil and the potential effects on MAC provisions”. En *M&A Law*, Vol. 11, N° 10, 2007, pp. 9: “If a buyer claims a MAC has occurred, but a court finds otherwise, then it will be treated just as if the buyer terminated the deal without a MAC: the buyer will be required to pay the reverse breakup fee. While this is a small price to pay compared to the cost of closing, it is still expensive, especially when one considers the potential loss to reputation that might be incurred by a private equity firm if it is perceived that the firm backed out of a deal when once-acceptable terms became less favorable, which may be why there is an incentive to find a different means of exiting a deal. If a buyer can prove that there has indeed been a MAC, that buyer has the right to walk away from the deal without paying a dime to the seller or risking any loss to reputation... in some cases it might be worth the risk for a buyer to claim a MAC.”

²⁸⁷ BERMAN, Dennis K. “Buyout Group Balks at Sallie Mae”. En *The Wall Street Journal*, Deals & Deal Makers, 27 de septiembre de 2007.

²⁸⁸ BOWDER, Justin L. “The 2007 private Equity Bust: Re-contextualizing Material Adverse Change Clause in a Credit-stricken Market”, *Óp. Cit.*, pp. 1160-1161.

²⁸⁹ MILLER, Robert T. “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”, *Óp. Cit.*, pp. 147.

en los costos de transacción asumidos por el vendedor, y sobre todo, en la información brindada al comprador con ocasión de la operación. Si el comprador fuera un competidor y tuviera la posibilidad de abandonar la operación sin costo alguno ante la alegación de un MAC, tendría los incentivos para hacerlo y despedirse de su contraparte llevándose en su memoria la privacidad del target.

En el mercado actual de M&A, la cláusula MAC y el *reverse termination fee* se encuentran claramente diferenciados. Esto quiere decir que el MAC no va arramado a un *fee*, y en efecto, a nuestro conocimiento no hay ningún caso en donde para salir de la operación ante un MAC tenga que pagarse un *fee*. El derecho de salida del comprador que va amarrado al pago de un *fee* es el *reverse termination fee*.

Eventualmente la inclusión de un *fee* aplicable al MAC podría depender del poder de negociación de las partes y de las circunstancias del caso. Nada impide que en algún momento las partes empiecen a pactar un MAC amarrado a un *fee*, aunque consideramos que ello no sería recomendable y sería posible solo en la imaginación.

Es importante resaltar que durante el *credit crunch* algunos fondos de private equity prefirieron alegar la ocurrencia de un MAC para cuidar su reputación en el mercado. El *reverse termination fee* es un derecho de salida sin justa causa y podría afectar la reputación del fondo, mientras que el MAC es un derecho de salida con justa causa (precisamente, la ocurrencia de un *material adverse change*). Los fondos de *private equity* no querían ganarse la reputación de inversionistas que no cumplen con sus promesas y vieron en la cláusula MAC la excusa perfecta²⁹⁰, al menos en determinado momento y bajo ciertas condiciones²⁹¹.

Un aspecto interesante que debemos subrayar es el impacto de estas cláusulas en los contratos de M&A, hasta el punto de convertirlas en meras opciones de compra²⁹². En efecto, la

²⁹⁰ DAVIDOFF, Steven M. “The Big MAC”. En *DealBook*, The New York Times, 10 de marzo de 2008; DAVIDOFF, Steven M. “The MAC is Back, but Does it Kill a Deal”. En *DealBook*, The New York Times, 23 de Agosto de 2011.

²⁹¹ Véase: DAVIDOFF, Steven. “The Failure of Private Equity”. En *Southern California Law Review*, Vol. 82, 2009, pp. 481-545.

²⁹² QUINTIN, Yves. “M&A Contracts in the American Financial Maelstrom: have “Reverse Break-Up Fees” and “Mac” Clauses Turned them into mere Options?”, *Óp. Cit.*, pp. 275: “In effect, many “firm” contracts seem to have turned into mere purchase options that the purchasers decided to terminate, either because the prospects of the target dimmed or the financing of the acquisition turned out to be more complex than initially contemplated.”; REGNER, William; ROSEN, Jeffrey y Kevin RINKER. “The

literatura americana ha advertido que la cláusula MAC y el *reverse termination fee* otorgan gran discrecionalidad a los compradores hasta el punto que son ellos quienes deciden unilateralmente si cierran la operación o no. Si al comprador no le gusta cómo se está desarrollando la operación o simplemente se arrepiente (*buyer's remorse*), podrá salir de la operación en cualquier momento si se ha pactado en su favor un *reverse termination fee* o podrá asustar al vendedor alegando la ocurrencia de un MAC y forzar la renegociación bajo apercibimiento de retirarse de la operación.

De esta manera, las operaciones de M&A pueden convertirse en meras opciones de compra en favor del comprador. Cuando nos damos cuenta de que las cosas funcionan de esta manera, es interesante ver cómo un contrato complejo y altamente negociado puede convertirse en una simple opción con la inclusión de un MAC o un *reverse termination fee*.

e) Todo depende de la cobertura y el remedio

Las explicaciones realizadas en torno al ámbito de aplicación del MAC demuestran que en las operaciones de M&A y financiamiento es importante conocer cuál es el ámbito de aplicación de cada cláusula pactada, su utilidad dentro del *deal* y el remedio que otorgará en favor de las partes.

Una vez que se haya entendido que la función del MAC es capturar al cisne negro (o al “unknown unknown”), o en términos menos metafóricos, a aquellos eventos que no pueden anticiparse y que producirán un gran impacto, será fácil comprender la cobertura del MAC, su utilidad dentro del *deal* y el remedio que otorga, y diferenciarlas de otras cláusulas contractuales típicas en las operaciones de M&A.

La ingeniería contractual utilizada en los contratos de adquisición y de financiamientos incluye el pacto de definiciones, declaraciones y garantías, obligaciones y condiciones precedentes. En varios supuestos se especifica cuál será el remedio que podrá ejercerse. Si

“Downturn” Roadmap: Parsing the Shift in Deal Terms”. En *Deal Lawyers*, Vol. 1, No. 5, 2007, pp. 2: “That left one final piece of the puzzle for negotiation –the extent to which the sponsor should be free to walk from the deal upon payment of the reverse termination fee. While the sponsor was clearly not supposed to be liable for an amount in excess of that fee, it was less obvious that entire agreement should effectively be converted to an option. Practice on this point has varied. Some agreements made it clear that the termination fee really is the only remedy and that the acquisition agreement is nothing more than an option.”

las declaraciones resultaron ser falsas o inexactas, el comprador podrá solicitar el pago de daños según las cláusulas de indemnidades. Si el vendedor no cumple con los *covenants*, el comprador también podrá solicitar el pago de daños, y de manera alternativa, demandar la ejecución forzada²⁹³ (en caso se haya pactado), lo cual dependerá del tipo de operación.

En un contrato de préstamo el remedio pactado ante el incumplimiento de las obligaciones financieras será la aceleración del contrato como regla. Por otro lado, si las condiciones precedentes no se cumplen a la fecha de cierre (se trate de *resps*, *covenants* o un MAC), el comprador podrá terminar el contrato y salir de la operación. Cada provisión contractual está destinada a otorgar cobertura a determinados riesgos y los mismos se encuentran garantizados con ciertos remedios²⁹⁴.

La cláusula MAC solo tiene sentido en los contratos de M&A si puede cubrir riesgos que no encuentran cobertura en los demás dispositivos contractuales. La cláusula MAC sería como una sábana que se extiende por encima de las demás cláusulas del contrato para cubrir todos los riesgos que se escapan de las provisiones específicas²⁹⁵. La existencia de una cláusula general que cubra lo desconocido es útil y necesario. Mientras que las demás provisiones (condiciones precedentes, *reps* o *covenants*) otorgarán cobertura a aquello que las partes sí pueden prever, y en consecuencia negociar, la cláusula MAC tendrá sentido si permanece general para capturar lo imprevisible. En caso ocurra un MAC la parte en cuyo favor se pactó

²⁹³ En la experiencia americana, el remedio ante el incumpliendo es el pago de daños, salvo supuestos específicos en donde procede la ejecución forzada. Por ello, de manera previa las partes pueden excluir la posibilidad de solicitar el *specific performance*. Por el contrario, en el Perú, como es normal en la tradición del Civil Law, el acreedor siempre tendrá derecho a pedir la ejecución forzada. Se necesitaría de un pacto expreso que excluya la posibilidad de ejercer tal remedio y que señale que solo procederá el pago de daños cuando el contrato sea sometido a un ordenamiento civilista como el peruano.

²⁹⁴ Cabe señalar que en las operaciones de M&A y financiamiento, los remedios generalmente usados son el pago de daños (*indemnities*), la terminación (*termination*) y la aceleración (*acceleration*). La ejecución forzada (*specific performance*) no es un remedio protagonista en este tipo de transacciones. Incluso, para algunos supuestos se suele pactar que el único remedio que podrá ejercer el comprador es el pago de daños.

²⁹⁵ Un razonamiento similar se encuentra en: BOWDER, Justin L. “The 2007 private Equity Bust: Re-contextualizing Material Adverse Change Clause in a Credit-stricken Market”, *Óp. Cit.*, pp. 1163: “Historically, merger provisions such as representations and warranties have served to shift risk between targets and PE acquirors. Thus, some have suggested that the MAC clause arose as a means to ferret out whatever surplus risk remained after negotiations on these other provisions had been exhausted.”

podrá salir de la operación o ejecutar la cláusula de indemnidades, dependiendo de la etapa del *deal* que nos encontremos.

f) Entonces, ¿qué es un MAC?

El MAC consiste en una definición destinada a determinar cuándo ocurrirá un cambio material adverso que otorgue a una de las partes (principalmente al comprador) el derecho a terminar el contrato ante el deterioro del target. En la práctica, la alegación de un MAC es utilizado como un medio para renegociar los términos de la transacción.

La cobertura del MAC está destinada a capturar aquellos eventos desconocidos, que no pueden preverse y que generarán un gran impacto en el target. Esas son las características del “black swan” de TALEB. La poesía de RUMSFELD nos permite estar conscientes de que hay cosas que sabemos que conocemos, cosas que sabemos que desconocemos y cosas que no sabemos que desconocemos. La cláusula MAC tiene utilidad en el hábitat de los “unknown unknowns”. En la literatura del *behavioral economics*, la cláusula MAC está destinada a cubrir los supuestos de incertidumbre, en donde las partes no pueden medir objetivamente la probabilidad de ocurrencia de un evento, precisamente porque el mismo es desconocido. Todos estos aportes nos ayudan a entender para qué sirve realmente la cláusula MAC.

Dicha rareza justifica que el MAC contenga una definición general, ambigua y circular. Es eficiente que las partes no asuman recursos en detallar lo que no pueden anticipar. Si bien la ocurrencia de un MAC elevaría los costos de cumplimiento y los de verificación, ellos se justifican en la baja probabilidad de ocurrencia del evento. Además, la existencia de altos costos de litigio y la incertidumbre en el pronunciamiento del tribunal incentivará a las partes a renegociar los términos de la operación llegando a un resultado eficiente.

3.2.5 La posibilidad de terminar el contrato

Uno de los aspectos más importantes de la cláusula MAC como condición precedente es el remedio que otorga ante su incumplimiento: la posibilidad de terminar el contrato. El término general usado en el derecho anglosajón para referirse a la cesación de los efectos del contrato por ejercicio de una de las partes es “*termination*” o “terminación”. Dicho término, usado de

manera literal, no tiene un correlato en el Civil Law. Cuando analizamos diferentes tipos de contratos comerciales americanos en donde se pacta el derecho a “terminar el contrato”, usualmente –en términos civilistas- puede ser que estemos ante un derecho de resolución por incumplimiento o ante un derecho de desistimiento unilateral del contrato (conocido también como receso por su traducción al español del término italiano “recesso”).

Dado que dichas instituciones tienen presupuestos y efectos distintos, es necesario analizar cuál es la naturaleza jurídica del derecho que otorga la cláusula MAC al comprador (o vendedor) para que éste pueda salir del contrato (*to walk away from the deal*).

En el Civil Law –y en específico, en el Perú- el término resolución suele limitarse al supuesto específico de la resolución por incumplimiento, de manera que cuando se habla de “resolver un contrato” se piensa inmediatamente en el incumplimiento grave imputable al deudor como presupuesto necesario para la resolución. Sin embargo, no debemos pensar que la resolución por incumplimiento es el único y mucho menos el principal remedio que pueden ejercer las partes para desvincularse de la relación contractual. Existen diversos dispositivos contractuales que pueden pactarse con el objetivo de cesar los efectos de la relación jurídica. Por ello, antes de hablar de resolución por incumplimiento, preferimos hablar de la “cesación de los efectos” o del “efecto extintivo” que caracteriza a una serie de institutos y remedios que permiten cesar y extinguir los efectos de la relación jurídica contractual subyacente.

Particularmente, nosotros preferiríamos hablar de “resolución” para hacer referencia a una serie de mecanismos que pueden utilizar las partes para resolver un contrato, entiéndase, para dejarlo sin efecto. Como veremos a continuación, el Código Civil habla siempre de “resolución” incluso en aquellos casos en donde no estamos frente al remedio de la resolución por incumplimiento. Frases como “el contrato quedará resuelto de pleno derecho” o “resolución del contrato”, son usados fuera de la regulación referida al remedio de la resolución por incumplimiento. Consideramos que dicho lenguaje permite afirmar que la “resolución” (que significa concluir algo) sería un instituto más general que puede abarcar a todos los mecanismos disponibles en favor de las partes para dejar sin efecto un contrato. Adicionalmente, consideramos que tratar a la resolución de tal manera permite entenderla de manera más sencilla en todos sus contornos.

Sin embargo, el término “resolución” está incrustada en la mente de los especialistas en derecho civil como un remedio que se ejerce solo y exclusivamente ante el incumplimiento. Por ello, en vez de usar el término “resolución” como un concepto omnicompreensivo, usaremos términos como “cesación de los efectos”, “extinción de los efectos”, o “el efecto extintivo”, para evitar confusiones y críticas infundadas.

Cabe señalar que en el derecho americano se habla de “cesación del contrato” como término general que incluye todos los supuestos que involucran el derecho de una de las partes a dejar sin efecto el contrato²⁹⁶.

En este sentido, el efecto extintivo puede presentarse en diferentes situaciones. Para poder diferenciar a los variados mecanismos extintivos se deberá tener en cuenta los presupuestos y efectos que caracterizan particularmente a cada mecanismo. Ello es importante para evitar confusiones. A manera de ejemplo, se suele confundir entre la resolución por incumplimiento y el desistimiento unilateral, a pesar de que ambos remedios se sustentan en presupuestos diferentes y generan efectos distintos.

Habiendo mencionado lo anterior, los mecanismos disponibles en favor de las partes para cesar los efectos de una relación contractual son los siguientes: (i) la condición resolutoria, como elemento accidental del contrato, (ii) el plazo resolutorio, como elemento accidental del contrato, (iii) el plazo de vigencia del contrato, (iv) la resolución por imposibilidad sobrevenida de la prestación, por excesiva onerosidad de la prestación y por frustración de la causa del contrato, (v) la resolución por incumplimiento culpable, y (vi) el receso o desistimiento unilateral del contrato. El efecto común que vincula a todos los mecanismos mencionados es el efecto extintivo de la relación contractual, y es el mismo que caracteriza a la terminación del contrato por la ocurrencia de un MAC.

²⁹⁶ HILLMAN, Robert A. “An Analysis of the Cessation of Contractual Relations”. En *Cornell Law Review*, Vol. 68, 1983, pp. 617: “A party seeking cessation of contractual relations may introduce many justifications for its actions. The party may claim that its contracting counterpart materially breached the contract or failed to perform an express condition precedent. Absent a breach, the party seeking to end the contract may assert that the right to terminate was expressly or implicitly reserved in the agreement. Alternatively, the party may claim that a mistake or an unanticipated circumstance excuses its obligation to perform.”

a) La condición y el plazo resolutorio

Tenemos a la condición y al plazo resolutorio como elementos accidentales del negocio jurídico, en general, y del contrato, en específico. Podemos diferenciar entre los elementos esenciales o constitutivos del contrato y los elementos accidentales del mismo. Los primeros son aquellos que deben presentarse de manera concurrente para que el contrato pueda nacer, y en consecuencia, estemos ante un contrato válido. Los elementos esenciales de todo contrato se encuentran regulados en el artículo 140° del Código Civil²⁹⁷. Lo normal sería que el contrato válidamente constituido genere inmediatamente los efectos típicos del mismo (la obligación de transferir el bien y pagar el precio, en el caso de una compraventa). Sin embargo, los efectos del contrato pueden verse afectados por elementos ajenos y no estructurales que no inciden en la validez el contrato sino en su eficacia. Estos son los llamados elementos accidentales de contrato: la condición, el término o plazo y el modo.

Para efectos del presente trabajo, existen dos modalidades que pueden afectar los efectos del contrato: la condición y el plazo resolutorio. Tanto la condición como el plazo consisten en hechos futuros, con la diferencia que la condición es además un hecho incierto mientras que el plazo uno cierto. En el caso de una condición resolutoria, tenemos un contrato válido y eficaz, cuya eficacia estará sujeta a un hecho futuro e incierto. En caso dicho hecho ocurra, cesarán los efectos del contrato. En otras palabras, operará el efecto extintivo. Por otro lado, en el caso del plazo resolutorio, estaremos también ante un contrato válido y eficaz, cuya eficacia estará sujeta a un hecho futuro –al igual que en la condición- pero cuya ocurrencia es cierta. Cuando dicho hecho ocurra, cesarán los efectos del contrato²⁹⁸. Nuevamente, habrá operado el efecto extintivo.

²⁹⁷ Artículo 140.- El acto jurídico es la manifestación de voluntad destinada a crear, regular, modificar o extinguir relaciones jurídicas. Para su validez se requiere:

1. Agente capaz.
2. Objeto física y jurídicamente posible
3. Fin lícito
4. Observancia de la forma prescrita bajo sanción de nulidad.

²⁹⁸ Artículo 178.- Cuando el plazo es suspensivo, el acto no surte efecto mientras se encuentre pendiente. Cuando el plazo es resolutorio, los efectos del acto cesan a su vencimiento.

Antes del vencimiento del plazo, quien tenga derecho a recibir alguna prestación puede ejercitar las acciones conducentes a la cautela de su derecho.

b) El plazo de vigencia del contrato

Debemos señalar que el plazo en el derecho civil puede tener hasta tres acepciones: (i) plazo como elemento accidental del contrato, que puede ser suspensivo o resolutorio, y que afecta a la eficacia del contrato, (ii) plazo de cumplimiento, que afecta la exigibilidad de las obligaciones (por ejemplo, en el caso del plazo pactado en favor del deudor, el mismo podrá ejecutar su prestación antes del plazo pero el acreedor no podrá exigir el cumplimiento sino después de vencido el mismo), y (iii) el plazo de vigencia del contrato.

De manera general, debemos señalar que el plazo de vigencia del contrato siempre es –salvo pacto o disposición legal en contrario– resolutorio, en el sentido que vencido el plazo, el contrato ya no estará vigente, esto es, ya no surtirá sus efectos. Si se suscribe un contrato de suministro por el plazo de 3 años, esto quiere decir que las partes se encontrarán obligadas en virtud de dicho contrato durante el plazo de 3 años desde la firma del contrato o desde el momento que lo dispongan las partes. Vencido ese plazo, el contrato no surtirá sus efectos porque ya habrá vencido. En este momento, opera el efecto extintivo.

Por tal motivo, si se acerca el plazo de vencimiento del contrato y las partes quieren extender la relación contractual aún vigente, podrán pactar una adenda en donde se estipule un nuevo plazo de vencimiento. En algunos casos en concreto, como el del arrendamiento, los contratos “continúan” después del plazo de vencimiento por disposición legal si el arrendatario permanece en el uso del bien arrendado²⁹⁹. Como habíamos mencionado, salvo pacto o disposición legal en contrario, al vencimiento del contrato opera el efecto extintivo del plazo de vigencia del contrato.

c) Resolución por eventos ajenos a las partes

El contrato también puede dejarse sin efecto ante la ocurrencia de eventos ajenos al control de las partes que afectan la estabilidad económica del contrato. Como habíamos señalado, los contratos son juegos de suma positiva que son eficientes en términos paretianos. Son de suma positiva porque cada parte contratante se beneficia, y en consecuencia, se encuentra en

²⁹⁹ Artículo 1700.- Vencido el plazo del contrato, si el arrendatario permanece en el uso del bien arrendado, no se entiende que hay renovación tácita, sino la continuación del arrendamiento, bajo sus mismas estipulaciones, hasta que el arrendador solicite su devolución, la cual puede pedir en cualquier momento.

mejor posición después de haber celebrado el contrato. Se produce un intercambio cuando el vendedor valora más el precio que la cosa y cuando el comprador valora más la cosa que el precio. De esta manera los bienes se asignan a sus usos más valiosos. Dado que ambas partes se encuentran mejor, estamos ante una mejora en términos paretianos. Las partes, al ser personas capaces de calcular los beneficios y costos de sus intercambios, tendrán incentivos para contratar.

Sin embargo, pueden presentarse situaciones en donde las partes, a pesar de haber realizado un adecuado análisis costo-beneficio, aleguen la ocurrencia de eventos que hayan afectado de manera adversa la estabilidad económica del contrato. Ante tal situación, si el contrato no puede curarse, habrá que dejarlo sin efecto pues ya no será eficiente.

Efectivamente, existen varios mecanismos que las partes pueden utilizar para desvincularse de la relación contractual ante eventos que escapan a su esfera de control: (i) la imposibilidad sobrevenida de la prestación por causa no imputable, (ii) la excesiva onerosidad de la prestación, y (iii) la frustración de la causa del contrato.

En primer lugar, la imposibilidad sobrevenida de la prestación presupone la existencia de un contrato válido, eficaz y de prestaciones recíprocas. En el Civil Law, las prestaciones recíprocas son aquellas prestaciones dependientes entre sí y que se encuentran unidas por un sinalagma funcional. De esta manera, solo tiene sentido el intercambio si ambas prestaciones se ejecutarán. Situación diferente se presenta en las prestaciones autónomas, en donde las mismas son independientes, tanto es así que la inejecución de una no es excusa para no ejecutar la otra. Las prestaciones se ejecutan independientemente de que se ejecute la otra.

En el Common Law, el entendimiento respecto a las prestaciones recíprocas es el mismo aunque la explicación es diferente. A diferencia del Civil Law, en el derecho americano el concepto de “condición” (*condition*) tiene un significado más amplio³⁰⁰ que trasciende a la referencia de “condición” como modalidad o elemento accidental del contrato. De esta manera, tenemos a los “*constructive conditions of exchange*” por el cual, se entiende que la ejecución de una obligación puede ser condición previa para la ejecución de otra obligación,

³⁰⁰ Las condiciones en el derecho de contratos americano pueden clasificarse de la siguiente manera: (i) express, inferred, and constructive, (ii) precedent, concurrent, and subsequent, y (iii) promissory and non-promissory (casual). Véase a: EVANDER WILLIS, Hugh. “Promissory and Non-Promissory conditions”, *Óp. Cit.*, pp. 349.

de manera que solo se ejecutará la segunda si previamente se ha ejecutado la primera³⁰¹. En este contexto, se entiende la diferencia entre “*independent and dependent promises*”, en donde las promesas independientes se ejecutan sin perjuicio de que la otra no se ejecute, mientras que en las promesas dependientes, si la primera se ejecutó la segunda tiene que ejecutarse necesariamente. De esta manera, la ejecución de una promesa se encuentra condicionada a la ejecución de la otra. Dado que una promesa puede ser condición de la otra, las mismas pueden ser: (i) precedentes, (ii) subsecuentes, o (iii) concurrentes³⁰².

Teniendo en cuenta lo mencionado, queda justificada la existencia de mecanismos que permitan cesar los efectos de un contrato cuando se afecte el fundamento económico que subyace al mismo, o en otras palabras, cuando sin culpa de las partes se afecte una prestación que es condición de otra.

Cuando la prestación deviene en imposible por causas no imputables a las partes, la misma quedará sin efectos³⁰³. En este supuesto, el artículo 1431° del Código Civil señala que el contrato quedará “resuelto de pleno de derecho”. Como vemos la norma habla de “resolución del contrato”, sin perjuicio de que no estemos ante un incumplimiento culpable. Cabe mencionar que si la imposibilidad ocurriese por culpa imputable a alguna de las partes, el contrato también quedaría resuelto de pleno derecho. Si fuese por culpa del deudor, no podrá exigir la contraprestación y deberá pagar los daños sufridos, y si fuese por culpa del acreedor, éste aún tendrá que cumplir con la contraprestación³⁰⁴, en calidad de indemnización.

³⁰¹ MURPHY, Edward J.; SPEIDEL, Richard E. y Ian AYRES. *Studies in Contract Law*, *Óp. Cit.*, pp. 668: “The first issue deals with the *order* in which the agreed exchange is to be performed. Which party is obligated to tender performance or to perform first? The question is important, for if Party A must perform first, Party B will have no duty under the contract until Party A has tendered or performed. Put differently, Party A’s performance of the agreed exchange is a condition precedent to Party B’s duty.”

³⁰² Ídem, pp. 676-677.

³⁰³ Artículo 1431.- En los contratos con prestaciones recíprocas, si la prestación a cargo de una de las partes deviene imposible sin culpa de los contratantes, **el contrato queda resuelto de pleno derecho**. En este caso, el deudor liberado pierde el derecho a la contraprestación y debe restituir lo que ha recibido.

Empero, las partes pueden convenir en que el riesgo esté a cargo del acreedor.

³⁰⁴ Artículo 1432.- Si la prestación resulta imposible por culpa del deudor, **el contrato queda resuelto de pleno derecho** y éste no puede exigir la contraprestación y está sujeto a la indemnización de daños y perjuicios.

Nuevamente, el Código Civil habla de “resolución del contrato”. Precisamos que las reglas citadas son aplicables también ante la imposibilidad parcial de la obligación³⁰⁵, en donde el Código Civil nuevamente habla de “resolución”.

La imposibilidad sobrevenida de la prestación tiene su equivalente en el Common Law en la figura del “*impossibility*”. Dicha doctrina fue establecida por una corte inglesa en el caso Taylor v. Caldwell³⁰⁶.

En segundo lugar, el contrato puede resolverse por excesiva onerosidad de la prestación. En este caso, una de las partes alega que su prestación –teniendo en cuenta el fundamento económico del contrato- se ha vuelto muy cara en comparación del momento en que la misma fue estipulada. Dicho desequilibrio se habría originado por la ocurrencia de hechos extraordinarios e imprevisibles. Ante tal situación, si no fuese posible ajustar la contraprestación con el fin de curar el desequilibrio económico, el tribunal competente deberá resolver el contrato³⁰⁷. Nuevamente, en este caso el Código Civil habla de “resolución”.

Cuando la imposibilidad sea imputable al acreedor, **el contrato queda resuelto de pleno derecho**. Sin embargo, dicho acreedor deberá satisfacer la contraprestación, correspondiéndole los derechos y acciones que hubieren quedado relativos a la prestación.

³⁰⁵ Artículo 1433.- Las reglas de los artículos 1431 y 1432 son aplicables cuando el cumplimiento de la prestación se hace parcialmente imposible, a menos que el acreedor manifieste al deudor su conformidad para el cumplimiento parcial, en cuyo caso debe efectuarse una reducción proporcional en la contraprestación debida.

El contrato se resuelve cuando no sea posible la reducción.

³⁰⁶ 3 B.&S. 826, 122 Eng.Rep. 309 (K.B. 1863)

³⁰⁷ Artículo 1440.- En los contratos conmutativos de ejecución continuada, periódica o diferida, si la prestación llega a ser excesivamente onerosa por acontecimientos extraordinarios e imprevisibles, la parte perjudicada puede solicitar al juez que la reduzca o que aumente la contraprestación, a fin de que cese la excesiva onerosidad.

Si ello no fuera posible por la naturaleza de la prestación, por las circunstancias o si lo solicitara el demandado, el juez decidirá **la resolución del contrato**. La resolución no se extiende a las prestaciones ejecutadas.

Al respecto, se ha criticado que el juez o árbitro tenga la posibilidad de cambiar los términos pactados por las partes con el fin de ajustar el contrato y curar el desequilibrio. Dicha solución no respeta el principio de *pacta sunt servanda* al ser muy intervencionista. La solución adecuada habría sido otorgar la posibilidad de resolver el contrato pero no la posibilidad de cambiar los términos del mismo. Véase: DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando. “El Código Civil de 1984: ¿Vejez prematura o prematura declaración de vejez? Reflexiones a propósito del papel de contrato en la construcción de un orden social libre”. En *Estudios de Derecho Contractual*. Lima: Ius et Veritas, 2014, pp. 31-33.

En este supuesto, la resolución se justifica por la alteración del equilibrio económico del contrato por causas no imputables a las partes, entre las cuales se encuentran el caso fortuito o la fuerza mayor. La ocurrencia de tales eventos desencadena el efecto extintivo que será determinado a través del pronunciamiento del juez o árbitro.

En el Common Law existe un instituto similar a la excesiva onerosidad que se denomina “*commercial impracticability*”. Según la sección § 261 del Restatement (Second) of Contracts: “Where, after a contract is made, a party’s performance is made impracticable without his fault by the occurrence of an event the non-occurrence of which was a basic assumption on which the contract was made, his duty to render that performance is discharged, unless the language or the circumstances indicate the contrary.”

En tercer lugar, también se puede resolver el contrato ante la frustración de la causa. Las partes pueden exteriorizar sus propósitos personales y dejar evidencia de ello en el contrato. Si dichos propósitos personales son aceptados por cada parte, se formará la causa del contrato como propósito práctico común. En caso la causa no haya sido plasmada en el contrato de manera adecuada, la misma podría derivarse del contexto.

En ambos casos, la ejecución del contrato tiene sentido para ambas partes si es posible ejecutar el propósito práctico común del contrato, de lo contrario, la ejecución del mismo no tendría utilidad para las partes. La frustración de la causa se asimila a la institución del “*frustration of purpose*”³⁰⁸ reconocida en el Common Law. Según la sección § 265 del Restatement (Second) of Contracts: “Where, after a contract is made, a party’s principal purpose is substantially frustrated without his fault by the occurrence of an event the non-occurrence of which was a basic assumption on which the contract was made, his remaining duties to render performance are discharged, unless the language or circumstances [of the contract] indicate the contrary”.

En sede nacional se suele discutir si la cesación de los efectos del contrato por frustración de la causa está regulada expresamente en el Código Civil. Al respecto, el profesor Gastón

³⁰⁸ CORBIN, Arthur L. “Frustration of Contract in the United States of America”. En *Journal of Comparative Legislation and International Law*, Vol. 29, No. ¾, 1947, pp. 1-2; CHAPMAN, T. Ward. “Contracts: Frustration of Purpose”. En *Michigan Law Review*, Vol. 59, No. 1, 1960, pp. 98-110. Para un estudio comparativo de la doctrina del *frustration*, véase: SMIT, Hans. “Frustration of Contract: A Comparative Attempt at Consolidation”. En *Columbia Law Review*, Vol. 58, No. 3, pp. 287 y ss.

FERNÁNDEZ suele enseñar en sus clases que dicho remedio se encontraría expresamente regulado en el artículo 1316° del Código Civil que señala lo siguiente:

“Artículo 1316.- La obligación se extingue si la prestación no se ejecuta por causa no imputable al deudor.

Si dicha causa es temporal, el deudor no es responsable por el retardo mientras ella perdure. Sin embargo, la obligación se extingue si la causa que determina la inexecución persiste hasta que al deudor, de acuerdo al título de la obligación o a la naturaleza de la prestación, ya no se le pueda considerar obligado a ejecutarla; o hasta que el acreedor justificadamente pierda interés en su cumplimiento o ya no le sea útil.

También se extingue la obligación que sólo es susceptible de ejecutarse parcialmente, si ella no fuese útil para el acreedor o si éste no tuviese justificado interés en su ejecución parcial. En caso contrario, el deudor queda obligado a ejecutarla con reducción de la contraprestación, si la hubiere”.

De esta manera, si algún evento externo al control de las partes afecta al contrato de tal manera que el acreedor justificadamente pierde interés en su cumplimiento o ya no le es útil, el contrato quedará resuelto. El hecho que la norma citada haga alusión a la pérdida del interés del acreedor en el contrato, puede ser interpretada como la frustración del propósito del contrato. En este sentido, en base al artículo 1316° del Código Civil se podría alegar la frustración de la causa o *“frustration of purpose”* para dejar el contrato sin efecto.

d) Resolución por incumplimiento

Como hemos podido observar, hasta el momento hemos desarrollado brevemente varios mecanismos que permiten a las partes cesar los efectos de la relación contractual, sin necesidad de acudir al incumplimiento culpable. En el Common Law, las partes usan la denominación *“termination”* para referirse –de manera general- al derecho que tendría una parte para dejar sin efecto el contrato, lo cual podría sustentarse en un incumplimiento contractual o en eventos distintos al incumplimiento.

El Uniform Commercial Code (UCC) define al *termination* en su sección §2-106 de la siguiente manera:

(3) *“Termination”* occurs when either party pursuant to a power created by agreement or law puts an end to the contract otherwise than for its breach. On *“termination”* all

obligations which are still executory on both sides are discharged but any right based on prior breach or performance survives.

Como podemos observar, se puede terminar el contrato en virtud de un derecho creado por las partes o determinado por ley que no necesariamente se sustentará en un incumplimiento contractual. De esta manera, por “terminación” se puede entender los supuestos en donde se pone fin al contrato abarcando al incumplimiento contractual, a la no ocurrencia de una condición precedente, a la ocurrencia de eventos fuera del control de las partes o al simple hecho de haber pactado en favor de una de las partes el derecho a dar por finalizado el contrato de manera arbitraria³⁰⁹. De esta manera, el *termination* es más amplio que la resolución por incumplimiento.

Como ya habíamos adelantado, consideramos que la explicación americana evita confusiones dado que usa el mismo término para identificar diferentes mecanismos destinados a dejar sin efecto un contrato, sin perjuicio de diferenciar sus presupuestos y efectos. Por el contrario, en el Civil Law se usan nombres diferentes por cada mecanismo, aunque en el fondo tienen en común su principal característica: el efecto extintivo.

En el Perú, como en la mayoría de los ordenamientos civilistas, el remedio por excelencia para cesar los efectos de un contrato es la resolución por incumplimiento. El Código Civil regula de manera expresa tres supuestos de resolución: (i) la resolución judicial³¹⁰, (ii) la resolución por intimación o por autoridad del deudor³¹¹, y (iii) la resolución por cláusula resolutoria expresa³¹². Adicionalmente, a propuesta del profesor Hugo FORNO, en sede

³⁰⁹ Véase: TIEFER, Charles. “Forfeiture by Cancellation or Termination”. En *Mercer Law Review*, Vol. 54, 2003, pp. 1031 y ss.

³¹⁰ Artículo 1428.- En los contratos con prestaciones recíprocas, cuando alguna de las partes falta al cumplimiento de su prestación, la otra parte puede solicitar el cumplimiento o la resolución del contrato y, en uno u otro caso, la indemnización de daños y perjuicios.

A partir de la fecha de la citación con la demanda de resolución, la parte demandada queda impedida de cumplir su prestación.

³¹¹ Artículo 1429.- En el caso del artículo 1428 la parte que se perjudica con el incumplimiento de la otra puede requerirla mediante carta por vía notarial para que satisfaga su prestación, dentro de un plazo no menor de quince días, bajo apercibimiento de que, en caso contrario, el contrato queda resuelto.

Si la prestación no se cumple dentro del plazo señalado, el contrato se resuelve de pleno derecho, quedando a cargo del deudor la indemnización de daños y perjuicios.

³¹² Artículo 1430.- Puede convenirse expresamente que el contrato se resuelva cuando una de las partes no cumple determinada prestación a su cargo, establecida con toda precisión.

peruana se conoce una cuarta modalidad conocida como la resolución por vencimiento del plazo esencial³¹³, el cual puede integrarse al contrato a través del pacto entre las partes.

Sin perjuicio de las particularidades de cada modalidad de resolución por incumplimiento, y de los presupuestos particulares adicionales a los presupuestos generales³¹⁴ que deben presentarse para poder ejercer de manera eficaz la resolución del contrato, lo cierto es que la cesación de los efectos del contrato se presenta cuando el deudor incumple de manera culpable una prestación a su cargo. De esta manera, el incumplimiento es un presupuesto previo a cualquier modalidad de resolución del contrato.

Uno de los aspectos que tipifica a la resolución por incumplimiento son los efectos que genera: (i) el efecto extintivo, por el cual cesan los efectos del contrato, (ii) el efecto de restitución, por el cual las partes deben restituirse las prestaciones de ser posible, (iii) el efecto resarcitorio, por el cual la parte infiel deberá resarcir los daños sufridos por aquél que ejerció la resolución, y (iv) el efecto retroactivo, que retrotrae el estado de los hechos hasta el momento en que ocurrió el hecho que motivó la resolución. Tener en cuenta dichos efectos permitirá comprender las diferencias entre la resolución por intimación y el receso.

Cabe señalar que el acreedor podrá reclamar el pago de los daños sufridos por el incumplimiento a través de dos alternativas: (i) acudir a la vía ordinaria y solicitar a un juez o árbitro que liquide y condene al deudor al pago de los daños ocasionados por la resolución, o (ii) las partes podrían pactar de manera previa una cláusula penal compensatoria³¹⁵ con el

La resolución se produce de pleno derecho cuando la parte interesada comunica a la otra que quiere valerse de la cláusula resolutoria.

³¹³ FORNO, Hugo. “El plazo esencial y la tutela resolutoria”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, 2003, pp. 915 y ss.

³¹⁴ Cabe señalar que los presupuestos generales para que proceda cualquier supuesto de resolución por incumplimiento son los siguientes: (i) la validez y eficacia de un contrato de prestaciones recíprocas, (ii) el incumplimiento de una de las prestaciones principales, y en todo caso, de una accesoria que afecte directamente a una principal, (iii) que el incumplimiento sea por culpa del deudor, (iv) que dicho incumplimiento sea grave, y (v) que la parte que pretende la resolución no haya a su vez incumplido la prestación a su cargo. Adicionalmente a dichos presupuestos generales, deberán presentarse los presupuestos particulares de cada modalidad de resolución por incumplimiento. A manera de ejemplo, la resolución por cláusula resolutoria expresa requiere como presupuesto el pacto expreso, de lo contrario, no podría resolverse el contrato en base a la modalidad mencionada.

³¹⁵ Artículo 1341.- El pacto por el que se acuerda que, en caso de incumplimiento, uno de los contratantes queda obligado al pago de una penalidad, tiene el efecto de limitar el resarcimiento a esta prestación y a que se devuelva la contraprestación, si la hubiere; salvo que se haya estipulado la indemnización

objetivo de liquidar anticipadamente el monto que deberá pagar el deudor en caso el acreedor resuelva el contrato por incumplimiento.

Como ya hemos explicado, en el contexto de las operaciones de M&A la estipulación de una penalidad a ser pagada por el vendedor por los daños que la resolución genere es conocida como un *break-up fee* o *termination fee*. Si la adquisición no se realiza por algún acontecimiento que estuvo a cargo del vendedor, el mismo podrá terminar el contrato y pagar al comprador el *fee* pactado. Por el contrario, el comprador podría tener el derecho a salir de la operación pagando un monto previamente pactado. Dicho pacto se conoce como *reverse termination fee*³¹⁶.

e) Receso del contrato

Uno de los dispositivos contractuales que pueden pactar las partes para dejar sin efecto un contrato, que no es la resolución en sentido estricto, es el receso o desistimiento unilateral del contrato. En sede nacional hubo confusiones en la comprensión de dicho instituto ya que la misma fue confundida con la resolución por incumplimiento y otros mecanismos para dejar sin efecto el contrato.

El receso en el caso peruano, a diferencia de otros ordenamientos como el italiano, no se encuentra regulado legalmente de manera global y uniforme³¹⁷. Solo existen manifestaciones legales a lo largo de todo el Código Civil, lo cual no es obstáculo para que las partes puedan pactar el derecho a desistirse del contrato en cualquier relación contractual. Sin embargo, dado su similitud con la resolución por incumplimiento, es necesario diferenciar al receso de

del daño ulterior. En este último caso, el deudor deberá pagar el íntegro de la penalidad, pero ésta se computa como parte de los daños y perjuicios si fueran mayores.

³¹⁶ Este *fee* pactado es conocido en el Civil Law como multa penitencial. BIANCA, Massimo. *Derecho Civil 3. El Contrato, Óp. Cit.*, pp. 765: “La multa penitencial es, más bien, el precio por el desistimiento.”

³¹⁷ MORALES HERVIAS, Rómulo. “¿Existe el derecho de desistimiento o terminación unilateral del contrato?”. En *Actualidad Jurídica*, N° 191, 2009, pp. 54: “El derecho de desistimiento no tiene una recepción clara en nuestro derecho en general porque se confunde con los derechos de resolución. Asimismo, la jurisprudencia y doctrina nacionales desconocen su existencia y por el contrario también lo confunden con otros derechos. De ahí que existe una heterogeneidad del lenguaje legislativo, doctrinal y jurisprudencial.”

aquella dado que existen normas supletorias e imperativas que gobiernan el instituto de la resolución por incumplimiento.

De esta manera, si las partes quieren pactar un receso pero terminan redactando una resolución, lo más probable es que un tribunal considere que para cesar el contrato es necesario seguir los presupuestos de la resolución y tener en cuenta sus efectos. A pesar que la resolución y el receso tienen en común el efecto extintivo, parten de presupuestos diferentes y desencadenan efectos distintos.

A manera de ejemplo, imagínese que una parte manda una carta notarial a su contraparte alegando el ejercicio de la cláusula décima del contrato que le permite desistirse del mismo. Ante ello, la contraparte alega que dicha cesación es ineficaz dado que dicha cláusula en realidad regula un supuesto de resolución por incumplimiento. Si las partes van a un arbitraje y el tribunal arbitral determina que la cláusula décima regula un supuesto de resolución y no de receso, al no haberse cumplido con el procedimiento resolutorio regulado en la ley, la cesación de los efectos pretendida por el acreedor sería ineficaz. No solo no se habría logrado el objetivo, sino que se habría asumido costos innecesarios por no conocer la diferencia entre resolución y receso, y por haber redactado una cláusula ambigua. En este sentido, teniendo en cuenta que los sistemas del Civil Law distinguen entre resolución y receso, diferenciarlos resulta trascendental para evitar incurrir en costos innecesarios.

Como habíamos mencionado, el Código Civil peruano no contiene una norma que regule de manera general el receso, sino supuestos específicos para diferentes situaciones contractuales. Teniendo en cuenta la influencia de la legislación italiana en el Código Civil peruano³¹⁸, un buen punto de partida para comprender al receso es el artículo 1373° del Codice Civile de 1942³¹⁹ que sí regula el “*recesso unilaterale*” de manera general:

³¹⁸ PUENTE Y LAVALLE, Manuel de la. “Influencia del Código Civil italiano en los libros de las obligaciones y contratos en la codificación peruana”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, 2003, pp. 53 y ss.

³¹⁹ Art. 1373 Recesso unilaterale

Se a una delle parti è attribuita la facoltà di recedere dal contratto, tale facoltà può essere esercitata finché il contratto non abbia avuto un principio di esecuzione.

Nei contratti a esecuzione continuata o periodica, tale facoltà può essere esercitata anche successivamente, ma il receso non ha effetto per le prestazioni già eseguite o in corso di esecuzione (1569, 1612 e seguenti, 1671, 2227).

“1373. Receso unilateral.- Si a una de las partes se le atribuye el derecho a desistirse del contrato, tal derecho podrá ejercerse hasta que el contrato no haya iniciado su ejecución.

En los contratos de ejecución continuada o periódica, tal derecho podrá ser ejercitado incluso después de la ejecución, pero el receso no afectará las prestaciones ya ejecutadas o en curso de ejecución.

Si se ha estipulado el pago de un monto por el receso, el mismo surtirá efecto cuando el monto se haya pagado.

En cualquier caso cabe pacto en contrario.”

Como se puede observar, el Codice Civile regula de manera general la posibilidad de que las partes se desistan del contrato. En contratos de ejecución instantánea, el receso podrá ejercerse si aún no se ha ejecutado el contrato, mientras que en contratos de ejecución continuada o periódica, el receso podrá ejecutarse durante la ejecución del contrato sin afectar las prestaciones ya ejecutadas o las que estén siendo ejecutadas. De la misma manera, si se ha pactado un *fee* por el receso, el mismo solo surtirá efectos cuando se pague el *fee*. En otras palabras, el pago del *fee* es presupuesto para que el receso sea eficaz. Finalmente, cabe pacto en contrario en todo lo dispuesto por dicha norma.

En este sentido, el receso es un derecho potestativo destinado a cesar los efectos de un contrato. Se suele distinguir entre el receso *ad nutum* (sin justa causa) y el receso por justa causa³²⁰. Para ejercer dicho derecho potestativo se puede seguir alternativamente – dependiendo de lo que señale la ley o el contrato- dos procedimientos que pueden consistir en lo siguiente: (i) notificar a la contraparte dándole un preaviso por un plazo determinado. Vencido el plazo, el contrato quedará sin efectos, o (ii) el envío de una notificación en donde se indique que desde el momento en que el receptor recibe la notificación, el contrato quedará sin efectos, de manera que la cesación de los efectos es automática y no dependerá de ningún preaviso.

Qualora sia stata stipulata la prestazione di un corrispettivo per il recesso, questo ha effetto quando la prestazione è eseguita.

E' salvo in ogni caso il patto contrario.

³²⁰ FRANZONI, Massimo. *Degli effetti del Contratto. Efficacia del contratto e recesso unilaterale. Artt. 1372-1373*. Volumen I. En *Il Codice Civile: Commentario*, diretto da Piero Schlesinger. Milano: Giuffrè Editore, 1998, pp. 331-334.

En relación a los efectos del receso, el efecto principal del receso es el efecto extintivo. Además, como se desprende el artículo 1373° del Codice Civile, el receso tendría efectos retroactivos en los contratos de ejecución instantánea pero no en los de duración, tal y como ocurre con la resolución por incumplimiento. Si esto es así, la restitución de las prestaciones dependerá del tipo de contrato: habrá restitución en los contratos de ejecución instantánea (piénsese en el retracto) y no en los contratos de duración (en donde las prestaciones se mantienen firmes).

De esta manera, la principal diferencia entre el receso y la resolución por incumplimiento es el efecto resarcitorio. Mientras que por definición la resolución desencadena el pago de daños en favor de la parte fiel, el receso no. Solo se pagará un monto dinerario por concepto de daños cuando el ejercicio del derecho de receso se haya amarrado al pago de un *fee*, tal y como ocurren con los *termination fees*.

Finalmente, el receso puede tener fuente legal o convencional. Dado que dicho mecanismo de cesación de los efectos del contrato no se encuentra regulado de manera general en el Perú, la autonomía privada será la principal fuente del receso. Cabe advertir que por ley, la misma podría añadir particularidades al derecho de desistirse del contrato, los cuales pueden diferir de sus características generales y comunes.

Teniendo en cuenta lo mencionado, es necesario definir al receso diferenciándolo de la resolución. Tanto el receso como la resolución por incumplimiento otorgan un derecho potestativo a la parte en cuyo favor se pactó para dejar sin efecto el contrato. De esta manera, ambos se caracterizan por desencadenar el efecto extintivo. Sin embargo, también debemos tener en cuenta sus diferencias en relación a sus presupuestos.

Cuando el deudor incumple la obligación a su cargo, el acreedor tiene diversos remedios que le otorga el Código Civil para poder tutelar su interés³²¹. Podría elegir entre solicitar la

³²¹ Artículo 1219.- Es efecto de las obligaciones autorizar al acreedor para lo siguiente:

- 1.- Emplear las medidas legales a fin de que el deudor le procure aquello a que está obligado.
- 2.- Procurarse la prestación o hacérsela procurar por otro, a costa del deudor.
- 3.- Obtener del deudor la indemnización correspondiente.
- 4.- Ejercer los derechos del deudor, sea en vía de acción o para asumir su defensa, con excepción de los que sean inherentes a la persona o cuando lo prohíba la ley. El acreedor para el ejercicio de los derechos mencionados en este inciso, no necesita recabar previamente autorización judicial, pero deberá hacer citar a su deudor en el juicio que promueva.

ejecución forzada de la prestación incumplida o cumplida de manera parcial, tardía o defectuosa más el pago de daños en caso hubiere, o – de manera excluyente- podría solicitar la resolución del contrato más los daños y perjuicios.

Teniendo en cuenta lo mencionado, el incumplimiento culpable del deudor es uno de los presupuestos para el ejercicio de la resolución en cualquiera de sus modalidades. Por ello, para evitar confusiones entre la resolución y el receso (más aún si ambos permiten cesar los efectos del contrato), se ha señalado en sede nacional que la resolución siempre se desencadenaría ante el incumplimiento culpable del deudor mientras que el receso podría pactarse ante la ocurrencia de eventos distintos³²². El ámbito del incumplimiento culpable del deudor permanecería dentro del reinado de la resolución por incumplimiento y excluida del receso.

Siguiendo esta posición doctrinal, no podría pactarse el receso del contrato ante el incumplimiento del deudor. Sin embargo, consideramos que el incumplimiento también puede desencadenar el ejercicio del receso siempre que haya sido pactado de tal modo. Como señala BIANCA: “Tanto el contrato como la ley pueden conferir a la parte el poder de desistir como remedio contra el incumplimiento o como remedio contra la onerosidad o la no tolerabilidad de la permanencia en la relación”³²³. En este sentido, la doctrina del Civil Law admite la posibilidad de que la ley o el pacto desencadenen como remedio ante el incumplimiento el derecho potestativo del receso. En efecto, la ley admite la posibilidad de que una parte pueda dejar sin efecto el contrato ante el incumplimiento de una de las partes sin recurrir al remedio de la resolución por incumplimiento.

Es posible ejercitar simultáneamente los derechos previstos en este artículo, salvo los casos de los incisos 1 y 2

³²² Al momento de la elaboración del presente trabajo, dicha era la posición de los profesores Gastón FERNÁNDEZ CRUZ, Rómulo MORALES HERVIAS y Renzo SAAVEDRA en sus respectivas clases de Derecho Civil en la Pontificia Universidad Católica del Perú.

³²³ BIANCA, Massimo. *Derecho Civil 3. El Contrato*, Óp. Cit., pp. 762.

A manera de ejemplo, el Código Civil regula las arras confirmatorias³²⁴ y las arras de retractación³²⁵, las cuales habilitan a las partes a dejar sin efecto el contrato desde la fecha en que dicha intención es notificada a la contraparte. Tengamos en cuenta que las arras son como un *fee*.

En las arras confirmatorias, las partes celebran un contrato y una de ellas entrega un *fee* (arras) a la otra. Si la parte que recibe el *fee* incumple el contrato, la otra puede dejar sin efecto el contrato y exigir el pago de un monto ascendiente a dos veces el *fee*. Si la parte que entrega el *fee* es quien incumple el contrato, la contraparte podrá dejar sin efecto el contrato y mantener el *fee*. En ambos supuestos el *fee* se entrega a título de resarcimiento, como si fuera una cláusula penal.

En ambos supuestos, la cesación del contrato tiene como presupuesto el incumplimiento por causa imputable a una de las partes. En este caso estamos ante un receso de fuente legal que se ejerce ante el incumplimiento, y no ante una resolución por incumplimiento. Más aún, el Código Civil se preocupa de realizar dicha distinción. En efecto, el artículo 1479° del Código Civil señala que si la parte que no incumple no quiere valerse del receso, podrá acudir a la vía ordinaria y solicitar la ejecución forzada o la resolución del contrato, más los daños y perjuicios que resulten de cada caso:

“Artículo 1479.- Si la parte que no ha incumplido la obligación prefiere demandar la ejecución o la resolución del contrato, la indemnización de daños y perjuicios se regula por las normas generales.”

³²⁴ Artículo 1477.- La entrega de arras confirmatorias importa la conclusión del contrato. En caso de cumplimiento, quien recibió las arras las devolverá o las imputará sobre su crédito, según la naturaleza de la prestación.

Artículo 1478.- Si la parte que hubiese entregado las arras no cumple la obligación por causa imputable a ella, la otra parte puede dejar sin efecto el contrato conservando las arras. Si quien no cumplió es la parte que las ha recibido, la otra puede dejar sin efecto el contrato y exigir el doble de las arras.

³²⁵ Artículo 1480.- La entrega de las arras de retractación sólo es válida en los contratos preparatorios y concede a las partes el derecho de retractarse de ellos.

Artículo 1481.- Si se retracta la parte que entrega las arras, las pierde en provecho del otro contratante.

Si se retracta quien recibe las arras, debe devolverlas dobladas al tiempo de ejercitar el derecho.

Artículo 1483.- Si se celebra el contrato definitivo, quien recibe las arras las devolverá de inmediato o las imputará sobre su crédito, según la naturaleza de la prestación.

En este sentido, el citado artículo está diferenciando entre el derecho que tiene la parte que no incumple a desistirse del contrato en virtud de las arras confirmatorias y el remedio de la resolución por incumplimiento. Ello se justifica desde que la parte fiel puede tener interés en la ejecución tardía de la prestación o en el cobro de mayores daños al monto entregado como arras. Si el acreedor tiene interés en la prestación, podrá solicitar la ejecución forzada más los daños derivados del retraso en la ejecución de la prestación. Por otro lado, si el acreedor considera que las arras son inferiores a los daños efectivamente sufridos, podrá resolver el contrato ante el incumplimiento y pedir los mayores daños sufridos³²⁶.

Teniendo en cuenta lo mencionado, no caben dudas que las arras confirmatorias son un supuesto de receso de fuente legal que opera como reacción al incumplimiento culpable de una de las partes. Por ello, no podría afirmarse que el receso no puede desencadenarse ante el incumplimiento del deudor.

Debemos precisar que siempre es recomendable tener en cuenta cuál es la fuente del derecho potestativo, sea de resolución o receso. Como habíamos señalado, el receso no cuenta con una norma general como la italiana, de manera que su principal fuente será la autonomía privada. En este sentido, si no hay pacto entre las partes, ante el incumplimiento del deudor, el acreedor solo podrá dejar sin efecto el contrato a través de la resolución judicial o la resolución por intimación.

Ello es importante desde que cada modalidad de resolución tiene características peculiares tanto sustantivas como procedimentales. Por ejemplo, en la resolución judicial, el deudor no puede cumplir con la prestación si ya fue notificado con la demanda de resolución del contrato, mientras que en la resolución por intimación (que es extrajudicial), el deudor aún

³²⁶ Cabe señalar que el hecho que las arras confirmatorias otorguen la alternativa de resolver el contrato y pedir los daños en la vía ordinaria, es una opción que no otorga una penalidad sin pacto de daño ulterior. Como sabemos, el monto establecido en una cláusula penal limita los daños que pueda exigir el acreedor al monto previamente liquidado. En caso se pretenda mayores daños, los mismos solo podrán ser reclamados si se pactó el resarcimiento del daño ulterior. Solo de esta manera el acreedor podrá cobrar la penalidad y demandar los mayores daños sufridos, de lo contrario, tendrá que limitarse al cobro del monto pactado. Por el contrario, el pacto de arras confirmatorias no limita al acreedor a cobrar solo el monto establecido por las arras, dado que por ley, el acreedor podría no ejercitar el derecho que le otorga las arras y acudir a la vía ordinaria, resolver el contrato y solicitar los mayores daños sufridos. De esta manera, la gran diferencia entre las arras confirmatorias y la cláusula penal sería que la primera no necesita de un pacto adicional para poder reclamar daños mayores. Otra diferencia importante que podemos destacar es que en las arras una de las partes otorga un monto dinerario a la otra con la suscripción del contrato, lo cual otorga mayor liquidez a diferencia de una cláusula penal que no involucra tal desembolso.

puede cumplir hasta los 15 días desde que es notificado por el acreedor mediante la carta notarial en donde se indica que vencido dicho plazo, el contrato quedará resuelto de pleno derecho. De esta manera, si no hay pacto expreso entre las partes, el contrato solo podrá resolverse siguiendo el procedimiento resolutorio regulado en la ley. En esta situación, el acreedor no podría dejar sin efecto el contrato con la sola remisión de una carta notarial en donde señale que desde la notificación el contrato quedará sin efecto de pleno derecho. Ello solo sería posible si se pactó una cláusula resolutoria expresa, conforme al artículo 1430° del Código Civil, o un derecho de receso.

En este sentido, el receso por incumplimiento tiene que ser pactado expresamente por las partes, de lo contrario, solo se podrá dejar sin efecto el contrato a través de la resolución por incumplimiento. En este contexto, las diferencias entre cláusula resolutoria expresa y receso por incumplimiento serían mínimas (que dependerán si se pactó un *fee* o no como requisito para su ejercicio).

Como habíamos mencionado, el receso puede ser por justa causa o sin justa causa. En el primer supuesto se encontraría el receso por incumplimiento. También calificarían como recesos por justa causa la cesación de los efectos ante la ocurrencia de eventos diferentes al incumplimiento del deudor como el inicio de un procedimiento concursal ordinario contra el deudor por iniciativa de sus acreedores o la ocurrencia de eventos que aumenten el riesgo crediticio del acreedor. Por otro lado, estaremos ante un receso sin causa justa cuando se pacte el derecho de una de las partes a dejar sin efecto el contrato sin motivo alguno.

En el Perú, el receso sin justa causa se encuentra regulado de manera particular en el artículo 1365° del Código Civil para los contratos continuados sin plazo definido:

“Artículo 1365.- En los contratos de ejecución continuada que no tengan plazo convencional o legal determinado, cualquiera de las partes puede ponerle fin mediante aviso previo remitido por la vía notarial con una anticipación no menor de treinta días. Transcurrido el plazo correspondiente el contrato queda resuelto de pleno derecho.”

En este caso, el legislador ha previsto el supuesto de la cesación de los efectos de los contratos sin plazo. Dicho dispositivo se encuentra fundamentado en la libertad negativa a contratar, que implica la posibilidad de que las partes se desvinculen de sus relaciones contractuales y no permanezcan eternamente vinculadas. En tal supuesto, cualquiera de las partes podrá comunicar a la otra el ejercicio del derecho potestativo del receso con un preaviso no menor

a treinta días. Transcurrido dicho plazo, el contrato quedará sin efecto (cabe mencionar que nuevamente, el Código Civil habla de “resolución”).

No es requisito esencial del receso la necesidad de enviar la notificación con un preaviso, ya que en ejercicio de la autonomía privada las partes podrían regular un receso que opere desde el momento que se notifica a la contraparte. Sin embargo, dado que el artículo 1365° del Código Civil regula un receso de fuente legal, el ejercicio de dicho derecho para los contratos continuados sin plazo definido estará sujeto necesariamente –como un requisito de eficacia– al preaviso de treinta días, de lo contrario, no operará la cesación de los efectos del contrato.

¿Podría pactarse en contra del preaviso para el caso de los contratos de duración sin plazo definido? Consideramos que la autonomía privada podría hacerlo dado que –para nosotros– el artículo 1365° es una norma supletoria. Sin embargo, debemos reconocer que los procedimientos de cesación de efectos del contrato suelen ser considerados como norma imperativa por la doctrina mayoritaria. A manera de ejemplo, FORNO ha señalado que no se podría pactar en contra de los quince días del artículo 1429°, el cual regula la resolución por intimación. Si el acreedor quiere resolver el contrato por esta modalidad, deberá enviar una notificación en donde comunique al deudor su intención de resolver el contrato. Pero dicha resolución operará de pleno derecho una vez transcurrido el plazo mínimo de 15 días, dentro del cual, el deudor aún podría ejecutar la prestación. Transcurrido el plazo mencionado, el contrato quedará resuelto de pleno derecho. Según FORNO, podría pactarse un plazo mayor a los 15 días pero nunca uno menor³²⁷.

Creemos que el mismo razonamiento –erróneo– podría ser usado al procedimiento de receso regulado en el artículo 1365°. Podría pactarse un preaviso mayor a 30 días pero no uno menor. Según esta postura se trataría de un piso pero no de un techo. La doctrina nacional estaría más convencida de creer que dicha norma tiene carácter imperativo y no supletorio.

Debemos recordar que el preaviso en el caso de la resolución es la última oportunidad en favor de la parte infiel para que pueda ejecutar su prestación, en otras palabras, el deudor puede evitar el efecto extintivo si cumple dentro del preaviso. Por el contrario, dicha posibilidad está excluida en el receso. Por ello, en el caso del artículo 1365° podría pactarse

³²⁷ FORNO, Hugo. “Resolución por intimación”. En *Estudios de Derecho Contractual*. Lima: Ius et Veritas, 2014, pp. 493 y ss.

un plazo menor siempre que el mismo sea razonable para no sorprender a la contraparte, conforme a la buena fe.

Fuera del ámbito de aplicación del 1365° del Código Civil (contratos de duración sin plazo fijo), no es requisito del receso la necesidad de dar un preaviso. Por ejemplo, las arras, sean confirmatorias o de retractación, permiten dejar sin efecto el contrato desde que se comunica la decisión de dejar sin efecto el mismo.

Finalmente, debemos realizar una precisión en torno a la buena fe y el ejercicio del derecho de receso sin justa causa. En sede nacional se ha señalado que si bien es posible pactar un receso sin justa causa, el mismo deberá respetar la buena fe en la ejecución de los contratos regulada en el artículo 1362° del Código Civil³²⁸. Del mismo modo, en sede comparada se ha admitido que el receso sin justa causa es un “poder arbitrario que la parte puede ejercer libremente sin que sea necesario dar una justificación”, sin embargo, se agrega que dicho ejercicio deberá darse “en el respeto, claro está, del principio de buena fe”³²⁹.

Si bien dichas afirmaciones pueden parecer coherentes en términos teóricos, las mismas son inconsistentes en términos prácticos. Cabe preguntarnos, ¿cómo podría dejarse sin efecto un contrato de forma arbitraria, y a la misma vez, hacerlo de buena fe? Comentando el caso americano *Zapatha v. Dairy Mart, Inc.*, MURPHY, SPEIDEL y AYRES han señalado lo siguiente:

“... the court refused to impose a good faith limitation upon the power to terminate an exclusive distributorship where the contract permitted termination by either party “at any time for any reason” on the giving of ten days notice. The court thought that the good faith duty always required the evaluation of the terminating party’s motives and that a termination “without cause will almost always be characterizable as ‘bad faith’ termination”. ”³³⁰

Por ello, el receso sin justa causa es por definición arbitrario y puede ser de mala fe. Exigir que todo receso arbitrario sea de buena fe resulta complicado en términos prácticos. Sin embargo, debemos tener en cuenta que el artículo 1362° es una norma imperativa, cuya aplicación es independiente a la voluntad de las partes. En tal caso, teniendo en cuenta que la buena fe es una norma imperativa, la interpretación correcta que deberíamos hacer del receso sin justa causa es entender que la

³²⁸ MORALES HERVIAS, Rómulo. “¿Existe el derecho de desistimiento o terminación unilateral del contrato?”, *Óp. Cit.*, pp. 56.

³²⁹ BIANCA, Massimo. *Derecho Civil 3. El Contrato*, *Óp. Cit.*, pp. 764.

³³⁰ MURPHY, Edward J.; SPEIDEL, Richard E. y Ian AYRES. *Studies in Contract Law*, *Óp. Cit.*, pp. 808.

buena fe se encuentra incorporada en el mismo derecho potestativo desde que las partes pactaron la posibilidad de otorgar a una o a ambas partes de posibilidad de dejar sin efecto el contrato de manera arbitraria. Por el contrario, no es de buena fe que una parte otorgue el derecho a su contraparte a dejar sin efecto el contrato sin alegación de causa alguna, y que luego de ejercido dicho derecho, señale que el mismo se ejerció de mala fe.

f) El MAC como un derecho a desistirse del contrato

El desarrollo precedente ha sido necesario porque en el sistema del Civil Law, y en el Perú, existen diversos mecanismos para dejar sin efecto el contrato. No existe un derecho a “terminar” el contrato, pero sí remedios que podrían asemejarse como lo son la resolución por incumplimiento o el receso.

A estas alturas debe quedar claro que el derecho a terminar el contrato es –en el Civil Law– un derecho de receso o desistimiento. Dicha conclusión no es novedosa y es reconocida por la doctrina nacional. Por ejemplo, Rómulo MORALES considera como equivalentes los términos “desistimiento” y “terminación”³³¹. Tal vez lo que no sea tan novedoso en nuestra doctrina son los alcances del derecho de receso.

Como hemos señalado, el receso puede ser sin justa causa o por justa causa. Cuando sea por justa causa, podrá consistir en un incumplimiento culpable o en un hecho objetivo diferente al incumplimiento. En relación a sus efectos, el principal efecto del receso es el extintivo, al cual podrá sumarse el efecto resarcitorio siempre y cuando las partes hayan estipulado previamente un monto dinerario (*termination fee* o *reverse termination fee*). En caso se haya pactado un *fee*, el pago de dicho monto será requisito para que el contrato quede sin efectos. Al igual que en la resolución, el receso tendrá efectos retroactivos y restitutorios en los contratos de ejecución instantánea pero no en los contratos de duración.

En consecuencia, ante la ocurrencia de un MAC, la parte en cuyo beneficio se pactó el derecho de salida podrá dejar sin efecto el contrato con la simple remisión de una comunicación a la contraparte (digamos, carta notarial) en donde se señale que desde el

³³¹ MORALES HERVIAS, Rómulo. “¿Existe el derecho de desistimiento o terminación unilateral del contrato?”, *Óp. Cit.*, pp. 54 y ss.

momento en que se recibe la notificación, el contrato quedará sin efectos por haber ocurrido un MAC, en específico, y por haberse incumplido una condición precedente, en general.

El receso no tiene una regulación general supletoria en el Código Civil peruano, por lo cual, la principal fuente del derecho a terminar el contrato será lo pactado por las partes.

Habiendo señalado que el *termination* es un receso, no podría alegarse que para dejar sin efecto el contrato ante la ocurrencia de un MAC sería necesario probar un incumplimiento culpable de la contraparte. Tampoco será necesario seguir los procedimientos resolutorios regulados en el Código Civil. El MAC como condición precedente queda fuera del ámbito de aplicación de la resolución por incumplimiento. Dicha conclusión es consistente si recordamos que las condiciones precedentes pueden tener como objeto *covenants, reps* o el MAC. Desde que en los *reps* y en el MAC no estamos ante obligaciones, la resolución por incumplimiento de obligaciones queda excluida. Por ello, el instituto civilista que mejor se adecúa a la terminación del contrato por el incumplimiento de las condiciones precedentes (entre ellas, la ocurrencia de un MAC) es el receso por justa causa.

3.2.6 ¿Imposibilidad, excesiva onerosidad o frustración de la causa?

Hemos señalado que la cláusula MAC como derecho de salida otorga la posibilidad de terminar o desistirse del contrato. Una última cuestión que debemos analizar es el fundamento sobre el cual nace *the right to walk away from the deal*. En algunas situaciones la cesación de los efectos del contrato se justifica en el incumplimiento culpable del deudor, de manera que el acreedor podrá dejar sin efecto el contrato a través del remedio de la resolución por incumplimiento. En otras circunstancias la norma regula supuestos específicos en donde el contrato será dejado sin efectos por la ocurrencia de eventos extraños al control de las partes. En tales supuestos, el contrato se resolverá de pleno derecho o a pedido de parte. Entre estos supuestos podemos identificar a la excesiva onerosidad de la prestación, los supuestos de imposibilidad total y parcial por causa no imputable (caso fortuito o fuerza mayor) y a la frustración de la causa.

Cabe preguntarnos, ¿la ocurrencia de un MAC podría subsumirse en alguno de los supuestos mencionados? ¿Será la ocurrencia de un MAC un supuesto de imposibilidad total o parcial, excesiva onerosidad de la prestación o frustración de la causa? Si la respuesta fuera

afirmativa en relación a algunos de los institutos jurídicos mencionados, entonces la cláusula MAC como derecho de salida tendría que regularse en virtud de la normativa específica (con la posibilidad de pactar en contrario solo allí donde la ley no lo prohíba).

Sin embargo, consideramos que la cláusula MAC como un derecho de salida no puede subsumirse en ninguno de los institutos mencionados. La cláusula MAC es un pacto especial cuya fuente se encuentra en la autonomía privada, y como tal, se diferencia de los institutos tradicionales. Recordemos que la *impossibility*, *commercial impracticability* y la *frustration of purpose* (equivalentes a la imposibilidad, excesiva onerosidad y frustración de la causa) son institutos reconocidos en el derecho anglosajón, y sin embargo, no hubo intención –ni por parte de la doctrina ni por la jurisprudencia- de equiparar la cláusula MAC a algunos de tales institutos³³².

Desde un inicio quisiéramos señalar que no tiene sentido equiparar la ocurrencia de un MAC a la imposibilidad total de la prestación por causa no imputable a las partes. Pero consideramos que sí podría ser posible equiparar la ocurrencia de un MAC –al menos de un primer análisis- al tipo de evento que fundamentaría una acción por imposibilidad parcial de la prestación, por excesiva onerosidad o por frustración de la causa. Sin embargo, demostraremos que tal equiparación sería errónea. Una apropiada comprensión de la cláusula MAC implica necesariamente distinguirla de los institutos mencionados.

Como señala el único autor nacional que ha realizado un estudio sobre la cláusula MAC:

“No creemos, por tanto, que las cláusulas MAC puedan ubicarse en una institución legal preexistente. El MAC es un nuevo “estándar” o principio contractual que debe determinarse caso por caso en función de cada transacción y de las intenciones de las partes, según estas se han materializado en las negociaciones y en el contrato. Lo que sí se puede señalar, sobre la base de la experiencia en doctrina y jurisprudencia comparada, es que el MAC es un cambio o efecto excepcional, que busca regular situaciones que las partes no están en posición de negociar de manera específica.”³³³

³³² El único intento de equiparación que hemos encontrado es el Andrew A. SCHWARTZ, quien ha señalado que la cláusula MAC sería una manifestación de la doctrina del *frustration*. Véase: SCHWARTZ, Andrew A. “A standard clause analysis of the frustration doctrine and the material adverse change clause”, *Óp. Cit.*, pp. 793.

³³³ MOLINA REY DE CASTRO, Fernando. “Las cláusulas MAC en financiamientos y adquisiciones”, *Óp. Cit.*, pp. 141.

Como vemos, la cláusula MAC es un estándar nuevo que tiene sentido en el especial contexto de las grandes operaciones de M&A y financiamientos. Un análisis apresurado podría hacernos pensar que el derecho a terminar el contrato debería asimilarse a una institución civilista preexistente. A continuación explicaremos por qué dicha posición debe rechazarse.

En primer lugar, el contrato se resuelve de pleno derecho si la prestación (a cargo del deudor) se extingue por causas no imputables a las partes (caso fortuito y fuerza mayor). El evento que produce la imposibilidad tiene que cumplir con un estándar alto, siendo que tal evento deberá ser extraordinario, imprevisible e irresistible conforme al artículo 1315° del Código Civil³³⁴. Sin perjuicio de las posiciones doctrinarias en relación a qué debe entenderse por extraordinario, imprevisible e irresistible³³⁵ (ya que la norma no define dichos conceptos), lo cierto es que el evento que afecta a la prestación con imposibilidad debe ser uno que esté fuera del control de las partes, que sea un riesgo atípico a la actividad comercial del deudor,

³³⁴ Artículo 1315.- Caso fortuito o fuerza mayor es la causa no imputable, consistente en un evento extraordinario, imprevisible e irresistible, que impide la ejecución de la obligación o determina su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso.

³³⁵ Por ejemplo, FERNÁNDEZ y LEÓN señalan que la concurrencia de las tres características mencionadas no es necesaria para que un evento califique como causa no imputable. Véase: FERNÁNDEZ CRUZ, Gastón y Leysser LEÓN HILARIO. “Caso fortuito y fuerza mayor”. En *Código Civil Comentado. Por los 100 mejores especialistas. Tomo VI, Derecho de Obligaciones*. Lima: Gaceta Jurídica, 2004, pp. 884-885: “Antes de pasar al análisis de las características del caso fortuito, es conveniente destacar que ellas no tienen por qué presentarse de manera conjunta. En otras palabras, ellas no carecen de valor si son consideradas individualmente: no se necesita que los tres atributos connoten el evento analizado. Lo decisivo es que en el caso concreto se presente una circunstancia suficientemente determinante del incumplimiento a la que se pueda reconocer con rigurosidad el efecto liberatorio... Autorizadamente, se ha sostenido que la imprevisibilidad no constituye un atributo del caso fortuito, dada la irrefutable comprobación de que existen hechos perfectamente previsibles (fenómenos atmosféricos de gran dimensión, por ejemplo, susceptibles de ser pronosticados por los meteorólogos) que pueden, con todo, revestir carácter liberatorio de responsabilidad”. Por su parte, DE TRAZEGNIES señala que la extraordinariedad no puede reducirse a lo imprevisible e irresistible, ya que la extraordinariedad es la característica más importante. Véase: DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando. *La responsabilidad extracontractual*. En *Biblioteca Para Leer el Código Civil*, Vol. IV, Tomo I. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 2001, pp. 340: “En nuestra opinión, ésta es una aproximación equívocada al problema; o quizá mejor, es la aproximación exactamente opuesta a la correcta. No es porque algo sea imprevisible e irresistible que es extraordinario; es más bien porque un hecho es auténticamente extraordinario que resulta imprevisible e inevitable. Si reducimos lo extraordinario a la imprevisibilidad y la irresistibilidad, quizá estamos dejando de lado esas características de atipicidad y de notoriedad que antes hemos señalado; y, de esa manera, la noción de caso fortuito se acerca peligrosamente a la noción de ausencia de culpa. Nuestro Código no reduce el carácter extraordinario a la imprevisibilidad e irresistibilidad pues, si fuera esa la intención del texto, no habría mencionado expresamente la necesidad de que el evento sea ante todo –en primer lugar, dentro de la serie de adjetivos- extraordinario. Esta referencia privilegiada implica que lo extraordinario significa algo más que lo imprevisible e irresistible: implica además (y sobre todo) lo atípico y lo notorio o de alcance general (objetivamente extraordinario).”

que no haya podido ser previsto y que no haya sido posible ejercer la diligencia necesaria para evitar que el evento produzca la imposibilidad.

De esta manera, la cesación de los efectos del contrato se justifica en la imposibilidad total de la prestación por causas no imputables a las partes. Resulta claro que la cláusula MAC no se sustenta en un supuesto de imposibilidad total, y por ende, su consecuencia no sería la resolución de pleno derecho. El MAC no se encuentra dentro del ámbito de aplicación de la imposibilidad total desde que la prestación involucrada siempre será de posible ejecución en su totalidad: es físicamente posible que se ejecute tanto la transferencia de la empresa como el pago del precio. Esta es la principal y gran diferencia³³⁶.

El MAC está pensando en el decaimiento del interés del comprador en adquirir la empresa, lo cual no tiene por qué coincidir con la imposibilidad total. Lo que justifica la inclusión de un MAC en el contrato es la posibilidad de salir de la operación ante la modificación del fundamento económico subyacente al mismo.

La distinción es más clara en las operaciones de financiamiento. En estos casos el deudor es la parte que desembolsa dinero en favor de la otra, cuya prestación no deviene en imposible ante la ocurrencia de un MAC. Lo que produce el MAC es un cambio en el fundamento económico del contrato que se materializa en el deseo del prestamista de suspender los desembolsos. No tiene sentido prestar dinero si el acreedor de los mismos no podrá restituir el capital más los intereses. En tal supuesto, la ocurrencia de un MAC que afecta al prestatario es la excusa o la salida que tiene el prestamista para no realizar los desembolsos.

Hemos hecho la distinción entre imposibilidad total y parcial porque creemos que se podría pensar –aunque sin éxito– en la posibilidad de alegar la terminación del contrato ante la ocurrencia de un MAC por imposibilidad parcial de la prestación. Lo que adquiere el comprador es el control societario, que en última instancia es un valor neto. Se realiza un procedimiento de *due diligence* para determinar el valor de la empresa porque sobre ello -y

³³⁶ Otra diferencia –aunque relativa– que se podría identificar es que la ocurrencia de un MAC es alegada –principalmente– por el comprador (acreedor), mientras que la imposibilidad es alegada por el deudor liberado de ejecutar su prestación. De esta manera, mientras que la imposibilidad estaría vista desde los ojos del deudor, la cláusula MAC lo estaría desde los ojos del acreedor (comprador). Cabe precisar que la cláusula MAC podría pactarse también en beneficio del vendedor, en el caso de *stock-for-stock* o *stock-and-cash deals*, en el cual el deudor alegaría la imposibilidad como una excusa para liberarse de la ejecución del contrato. Sin embargo, nuevamente, ello implica la imposibilidad de la prestación lo cual no ocurre ante la ocurrencia de un MAC.

no las acciones- recae el interés de la adquisición. De esta manera, si el valor neto en su integridad no podrá ser enajenado por un cambio que deteriora dicho valor, podríamos estar ante una imposibilidad parcial desde que ya no sería posible entregar el íntegro del valor inicialmente acordado. La prestación (el valor societario) se habría vuelto parcialmente imposible porque no podrá ser entregado de manera íntegra.

Habiendo realizado dicha precisión, procedemos a explicar por qué la cláusula MAC no podría equiparse a la imposibilidad parcial, la excesiva onerosidad ni la frustración de la causa. La principal razón que diferencia al MAC se encuentra en las excepciones pactadas.

La definición de un MAC no solo contiene el *field of change* o sobre qué debe ocurrir un MAC, sino también contiene aquellos supuestos que podrían constituir un MAC pero que se encuentran expresamente excluidos (*carved out*) según el contrato. Incluso, también se pactan *carve outs* a los *carve outs*.

Un merger agreement podría señalar como condición precedente al cierre la ausencia de un MAC, entendido éste como un cambio material adverso en el negocio, resultados, activos y condición financiera de la empresa objetivo y de sus subsidiarias en conjunto [ámbito de aplicación] salvo en los siguientes supuestos [excepciones] a no ser que [excepciones a las excepciones]. Precisamente, las excepciones más comunes involucran: cambios en el precio de las acciones de la empresa objetivo, cambios relacionados a la economía en general y a las condiciones de los mercados de capitales y financieros, actos de guerra o terrorismo, cambios en la situación política del país en donde la empresa objetiva realiza sus operaciones, entre otras³³⁷.

Si nos ponemos a pensar un momento, los cambios que hemos mencionado son acontecimientos que escapan al control de las partes y que podrían justificar la resolución del contrato por imposibilidad parcial, excesiva onerosidad o por frustración de la causa. Para que un evento produzca la imposibilidad parcial de la prestación (artículos 1433° y 1315° del Código Civil) o la frustración de la causa (artículos 1315° y 1316° del Código Civil) tiene

³³⁷ Véase: NIXON PEABODY. *Nixon Peabody MAC Survey*. 13th Annual MAC Survey, 2014, pp. 8-13. ADAMS, Kenneth A. “A legal-usage analysis of material adverse change provisions”, *Óp. Cit.*, pp. 43-44; ADAMS, Kenneth A. “Understanding “Material Adverse Change” Provisions”, *Óp. Cit.*, pp. 8; REISS, John M. y Matthew J. KAUTZ. “The events of sept. 11 bring a new threat to successful deal conclusion into focus: The materially adverse conditions clause”, *Óp. Cit.*, pp. 1-2; MOLINA REY DE CASTRO, Fernando. “Las cláusulas MAC en Financiamientos y Adquisiciones”, *Óp. Cit.*, pp. 126-127.

que ser extraordinario, imprevisible e irresistible, mientras que para solicitar la reducción de la prestación y en su defecto la resolución del contrato por excesiva onerosidad de la prestación será necesario alegar la ocurrencia de un evento extraordinario e imprevisible (artículo 1440° del Código Civil). No quedan dudas que los cambios que puedan afectar a la economía en general o a los mercados de capitales y financieros podrían ser el fundamento para resolver el contrato en virtud de las normas citadas.

En el caso de la imposibilidad parcial, el artículo 1433° del Código Civil señala que si el acreedor aún tiene interés en la prestación puede adquirirla con la correspondiente reducción de la prestación. Si dicha reducción no fuera posible, el contrato quedará resuelto. Algo similar sucede en la práctica ante la ocurrencia de un MAC: debido a que el comprador tiene el derecho a terminar el contrato, si el vendedor no acepta la reducción del precio el contrato será terminado.

En el caso de la excesiva onerosidad de la prestación, cualquiera de las partes podría alegar que su prestación ha devenido en excesivamente onerosa por eventos extraordinarios e imprevisibles. Ello podría ocurrir cuando la prestación se hace más costosa o porque la contraprestación ha perdido su valor (haciendo que la prestación se haga más onerosa en relación a ella). A primera vista se podría pensar que la excesiva onerosidad sería el fundamento de la cláusula MAC como derecho de salida. Si un evento o efecto material adverso deteriora el valor de la compañía objetivo, el comprador podría alegar que su prestación (el precio) se ha convertido en excesivamente onerosa debido al deterioro de la compañía objetivo (la contraprestación). El desequilibrio económico se encontraría en el pago de un precio alto por una empresa que vale menos antes del cierre.

En el caso de la frustración de la causa, el comprador podría señalar que el propósito práctico común de la operación consistía en la adquisición de la empresa en su integridad por el valor que representaba. Si dicho valor se deteriora de manera material adversa, el comprador podría alegar que la causa se ha frustrado y que desea retirarse de la operación.

A pesar de las similitudes enunciadas, las excepciones que se suelen pactar a la cláusula MAC demuestran que la misma no puede ser equiparada a las instituciones mencionadas. La cláusula MAC es una regulación paralela y diferente a la imposibilidad parcial, la excesiva onerosidad y a la frustración de la causa, que encuentra su fuente en la autonomía de la

voluntad. Si podemos decirlo de otra manera, la cláusula MAC *es un pacto en contra de las instituciones mencionadas*, dado que los eventos que podrían dejar sin efecto el contrato en virtud de los institutos civilistas preexistentes, no podrán ser fundamento para probar un MAC. El ámbito de aplicación del MAC y sus consecuencias jurídicas son diferentes.

El MAC se encuentra compuesto por un ámbito de aplicación (*field of change*), por excepciones y excepciones a las excepciones. Los institutos civilistas mencionados solo se componen de un ámbito de aplicación (eventos extraordinarios, imprevisibles e irresistibles), pero no tienen excepciones ni calificadores.

Más aún, si prestamos atención, el MAC podrá devengarse si se presenta un supuesto de hecho regulado en el *field of change* o si se presenta un supuesto de hecho que inicialmente estaba excluido por una excepción pero que igual dará lugar a un derecho de salida al ser desproporcionalmente adverso al target.

Si tenemos en cuenta lo mencionado, es fácil apreciar que los eventos que permitan dejar sin efecto el contrato ante la imposibilidad, excesiva onerosidad o frustración de la causa, no servirán para dejar sin efecto el contrato en virtud de un MAC. El estándar que impone el MAC es aún más alto por fundamentarse en los supuestos de incertidumbre, esto es, en eventos realmente imprevisibles y de gran impacto.

Recuérdese además que en la experiencia americana se ha evidenciado que las partes suelen utilizar la alegación del MAC como un medio de coerción para renegociar los términos del contrato, lo cual permanece como una decisión exclusivamente privada. Por el contrario, los institutos civilistas necesariamente necesitarán del pronunciamiento de un tribunal para determinar la suerte del *deal*. El MAC permite que el futuro del contrato dependa del comprador y el vendedor.

En conclusión, el derecho de terminación del contrato ante la ocurrencia de un MAC tiene como fuente a la autonomía de las partes y no podría ser reconducido a algún instituto del Civil Law. Su regulación es paralela e independiente, tanto en su ámbito de aplicación como en sus consecuencias. Entonces, ¿cuál es la naturaleza jurídica de fundamento que otorga el derecho al comprador de terminar el contrato? Dado que se trata de un instituto que tiene como fuente la autonomía privada, el fundamento es el propio MAC: la ocurrencia de un evento material adverso que deteriora el valor del target.

4. Conclusiones

El presente capítulo ha tenido como objetivo explicar en qué consiste un MAC. Para ello, hemos estudiado a la condición precedente cuando tiene como objeto la ausencia de un MAC. Hemos desmenuzado todos los componentes relacionados a la cláusula MAC, los hemos explicado, y cuando ha sido necesario, hemos realizado el contraste respectivo con el Civil Law.

En virtud a lo mencionado, podemos concluir en lo siguiente:

- a) El problema de la asimetría de la información es más evidente en operaciones de M&A, dado que el vendedor es quien se encuentra en mejor posición para conocer la empresa, a diferencia del comprador. Incluso cuando el target es una empresa cerrada, habrá información que el comprador solo podrá conocer con ocasión de la adquisición. La revelación de información está destinada a evitar situaciones ineficientes.
- b) Las condiciones precedentes son requisitos que deberán cumplirse para que las partes estén obligadas a cerrar la operación. Pueden tener como objeto: (i) declaraciones y garantías, (ii) *covenants*, (iii) la ausencia de un MAC, y (iv) cualquier otro pacto incorporado por las partes. El incumplimiento de las condiciones precedentes otorga el derecho a salir de la operación.
- c) Para el Civil Law las condiciones precedentes son condiciones suspensivas con dos particularidades: (i) el incumplimiento de la condición no produce la ineficacia inmediata del contrato, sino otorga un derecho para terminar el mismo, (ii) el beneficiario con la condición puede renunciar a la condición en cualquier momento. Dichas particularidades deberán ser pactadas expresamente al no encontrarse reguladas de manera supletoria por el Código Civil peruano.
- d) Las condiciones precedentes, al ser condiciones suspensivas, no podrán ser calificadas como meramente potestativas, y en consecuencia, se encuentran fuera del ámbito de aplicación de la norma imperativa del artículo 172° del Código Civil peruano.

- e) La cláusula MAC puede pactarse como un derecho de salida, por el cual, las partes incorporan una condición precedente que tenga como objeto la ausencia de un MAC. En caso un MAC ocurriese antes del cierre, la parte en cuyo favor se pactó el MAC podrá retirarse de la operación a bajo costo, esto es, sin el pago de un *fee* (como ocurriría en un *reverse termination fee*).
- f) La definición de un MAC suele ser general, vaga y circular. El contenido de la definición suele incluir: (i) un ámbito de aplicación, (ii) excepciones, y (iii) excepciones a las excepciones. En ningún momento se define qué es en sí un *material adverse change*.
- g) El ámbito de aplicación suele incluir al negocio, activos, pasivos, resultados de operaciones y condición financiera o similar. La inclusión del término “prospects” es la excepción.
- h) El MAC podrá ocurrir en relación al target y/o sus subsidiarias, según lo que se haya pactado.
- i) Las excepciones suelen consistir en riesgos generales y sistemáticos, los cuales afectan a todas las empresas por igual y se encuentran fuera del control del target. Las excepciones a las excepciones suelen consistir en aquellos riesgos generales y sistemáticos que afectan de manera particular y desproporcionada al target en relación a las demás empresas de la industria.
- j) Una parte puede aumentar las posibilidades de alegar un MAC existosamente si agrega la redacción “would [could] reasonably be expected to result in a Material Adverse Change”.
- k) La naturaleza jurídica del MAC ha sido desarrollada principalmente por la jurisprudencia de la Corte de Delaware en los casos IBP, Frontier y Hexion, en donde se resolvió desde una perspectiva favorable al vendedor (*seller's friendly approach*). En resumen, un MAC se caracteriza por lo siguiente: (i) está destinada a cubrir riesgos desconocidos, (ii) debe afectar al target de manera significativa a largo plazo, salvo pacto en contrario, (iii) la carga de la prueba la tiene el comprador, salvo pacto en contrario.

- l) Nosotros hemos propuesto una forma de entender a la cláusula MAC que consiste en lo siguiente:
- i. El MAC está pensado para los supuestos de ambigüedad, que son diferentes a los supuestos de riesgo.
 - ii. El MAC es un cisne negro –según la terminología de TALEB- al consistir en un evento totalmente desconocido y que genera un gran impacto.
 - iii. El MAC es un “unknown unknown” –en terminología de RUMSFELD- al consistir en eventos que las partes no saben que desconocen. Por su parte, los *covenants* son “known knowns”, pues cubren eventos que sabemos que conocemos, mientras que los *reps & warranties* son “known unknowns” al cubrir eventos que sabemos que desconocemos. Esta terminología ayuda a explicar la verdadera cobertura de los dispositivos contractuales mencionados.
 - iv. La vaguedad del MAC es eficiente por los bajos costos de redacción que involucra (que se ven compensados por los altos costos de cumplimiento y verificación), y los altos costos de litigios que genera, los cuales a su vez, incentivan a las partes a renegociar el acuerdo, sea vía reducción del precio o reconversión de la operación.
 - v. De esta manera, la alegación de un MAC es un mecanismo que incentiva a las partes a renegociar el contrato, dada la incertidumbre en el pronunciamiento del tribunal.
- m) Para el Civil Law el “*termination*” del contrato es un supuesto de receso por justa causa, que podrá ir atado al pago de un *fee* en caso se haya pactado.
- n) El MAC es un estándar nuevo que tiene su origen en la autonomía de las partes y en el mercado de M&A. Por ello, no puede ser equiparado a institutos del Civil Law como la imposibilidad total o parcial sobrevenida de la prestación, la excesiva onerosidad de la prestación o la frustración de la causa. Los eventos que justificarían una acción por eventos extraordinarios, imprevisibles e irresistibles no necesariamente darán lugar a un MAC.

Capítulo IV

La cláusula MAC y los reps & warranties



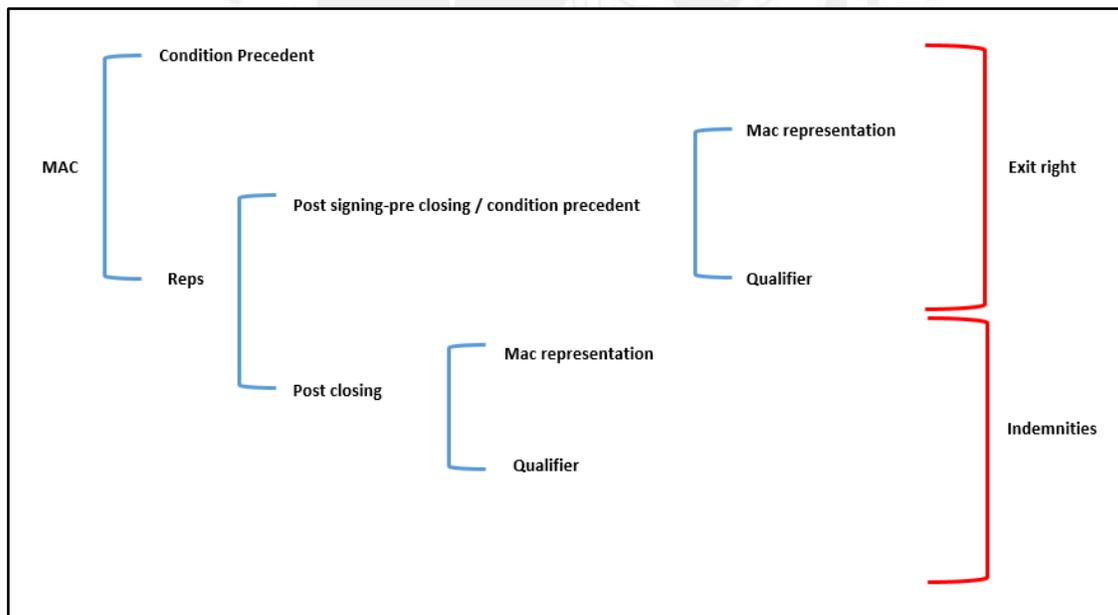


La cláusula MAC y los reps & warranties

1. La relación entre el MAC y los reps & warranties

En el capítulo anterior nos enfocamos en el estudio del MAC como condición precedente. Para comprender dicha manifestación fue trascendental desarrollar cuál es la naturaleza jurídica de las condiciones precedentes, para posteriormente, entender a cabalidad en qué consiste la ausencia de un MAC como condición al cierre.

Además, el tercer capítulo sirvió para entender qué es un MAC, en qué consiste su definición, cuál ha sido la posición tomada por la literatura y la jurisprudencia americana al respecto, y si el MAC podría subsumirse en algún instituto existente del Civil Law. Las conclusiones de tal capítulo nos permiten estudiar, ahora, las otras manifestaciones de la cláusula que están relacionadas a las declaraciones y garantías. En la introducción del presente trabajo presentamos el siguiente gráfico:



Como se puede observar, la única manifestación de la cláusula MAC que no está vinculada a un *rep* se presenta cuando la ausencia de un MAC es en sí misma una condición precedente al cierre. Sin embargo, como se puede apreciar, el gran ámbito de aplicación del MAC está

relacionado a las declaraciones y garantías. El desarrollo expuesto en el capítulo anterior sobre qué es un MAC nos permitirá explicar la relación del MAC con los *reps* de manera fluida y sencilla. Sin perjuicio de lo mencionado, para un completo y adecuado desarrollo de las demás manifestaciones del MAC, es necesario explicar qué son las declaraciones y garantías, y más importante, cuál es su naturaleza jurídica en un ordenamiento civilista como el peruano.

Por ello, primero explicaremos qué son las declaraciones y garantías como son conocidas en el derecho americano para luego hacer el contraste respectivo con un ordenamiento del Civil Law como el peruano. En segundo lugar, explicaremos cada una de las manifestaciones de la cláusula MAC relacionadas con las declaraciones y garantías.

En este momento podemos señalar que estamos convencidos que el MAC es una de las cláusulas más interesantes y complicadas que puedan pactarse en una operación de M&A. No solo porque es complicado saber qué es un MAC –en toda su extensión-, sino porque su aplicación está vinculada al correcto entendimiento de las declaraciones y garantías. La sola naturaleza jurídica de los *reps* en el Civil Law y su relación con los *indemnities* presentan una infinidad de preguntas y complicaciones que la convierten en una de las cláusulas contractuales más difundidas en operaciones complejas pero a la vez menos comprendidas en el Perú, principalmente por aquellos abogados ajenos a las operaciones de M&A y financiamientos, así como por nuestra doctrina y jurisprudencia en general.

2. ¿Qué son los *reps & warranties*?

2.1 Las declaraciones y garantías en operaciones de M&A

Para explicar qué son las declaraciones y garantías vamos a empezar por el final. Desde un primer momento queremos dejar en claro que las declaraciones y garantías no son obligaciones. Muchas veces se suele escuchar de especialistas ajenos a las operaciones de M&A y financiamientos que los *reps & warranties* son obligaciones en términos civiles³³⁸.

³³⁸ Una obligación es una relación jurídico patrimonial de contenido complejo que correlaciona a dos situaciones jurídicas subjetivas antitéticas, una de deuda llamada “deber” y una de derecho subjetivo llamada “crédito”, por el cual, el titular del deber –conocido como deudor- debe ejecutar la prestación a su cargo que consiste en un comportamiento debido, con el objetivo de proveer aquél resultado o utilidad idónea para satisfacer el interés crediticio de su contraparte –conocido como acreedor-, situación que se conoce como cumplimiento. Véase: FERNÁNDEZ CRUZ, Gastón. “La obligación”, *Óp. Cit.*, pp. 19 y ss.

Sin embargo, dicha apreciación es errónea y no tiene en cuenta la verdadera cobertura que otorgan las declaraciones y garantías. Efectivamente, los *reps* y los *covenants* son diferentes por los remedios que pueden otorgar pero principalmente –y acá radica la importancia de los *reps*- por la cobertura.

Los *covenants* consisten en obligaciones de hacer o de no hacer que suelen diferenciarse entre *positive*, *negative* y *financial covenants*³³⁹. Los *covenants* sí pueden equiparse a las obligaciones al consistir en promesas de hacer o no hacer. Sin perjuicio de tal equivalencia, podemos identificar una principal diferencia entre los *covenants* y las obligaciones: ambas no suelen otorgar el mismo remedio ante supuestos de incumplimiento. En el Civil Law, el remedio por excelencia ante el incumplimiento de la prestación es la ejecución forzada (o *specific performance* para el Common Law). El acreedor puede exigir a su deudor el cumplimiento de la prestación no ejecutada o ejecutada de manera inexacta. En caso el incumplimiento sea definitivo para el acreedor, podrá optar alternativamente por la resolución del contrato más el pago de los daños correspondientes.

Sin embargo, la situación es diferente en el Common Law. El *specific performance* no es la regla. El deudor es quien elige si se libera del contrato cumpliendo o pagando los daños respectivos, desde que la regla anglosajona es que las obligaciones contractuales no son necesariamente obligaciones que deberán ser ejecutadas³⁴⁰. El deudor decide si cumple o paga daños. Por el contrario, en el Civil Law tal elección corresponde al acreedor, quien determinará si demanda la ejecución forzada o el pago de daños.

³³⁹ La clasificación de los *covenants* tiene una utilidad más práctica que jurídica. Mientras que los *positive covenants* son compromisos de hacer algo, los *negative covenants* son compromisos de no hacer. En este sentido, los *financial covenants* podrían subsumirse dentro de los *positive covenants*. Sin embargo, se diferencian a los *financial covenants* por su particular importancia. En los contratos de financiamiento, los *financial covenants* están destinados a garantizar la situación financiera del prestatario. Al banco le interesa que la empresa que recibe el financiamiento haga todo lo posible para garantizar una situación financiera que le asegure al banco el retorno del capital. Ello se materializa en el cumplimiento de los *financial covenants*. Lo mismo ocurre en las operaciones de M&A dado que el comprador exigirá al vendedor el cumplimiento de determinados compromisos que garanticen que la empresa objetivo no reduzca su valor entre la firma y el cierre.

³⁴⁰ HOLMES, Oliver Wendell. “The Path of the Law”. En *Harvard Law Review*, Vol. 110, No. 5, 1997, pp. 995: “Nowhere is the confusion between legal and moral ideas more manifest than in the law of contract. Among other things, here again the so called primary rights and duties are invested with a mystic significance beyond what can be assigned and explained. The duty to keep a contract at common law means a prediction that you must pay damages if you do not keep it, -and nothing else. If you commit a tort, you are liable to pay a compensatory sum. If you commit a contract, you are liable to pay a compensatory sum unless the promised event comes to pass, and that is all the difference.”

En operaciones complejas, el remedio contra el incumplimiento de los *covenants* puede otorgar un derecho de salida o un derecho a pedir daños. En una operación de M&A los *convenants* podrán pactarse como condiciones precedentes al cierre. El incumplimiento de las condiciones otorga al comprador el derecho a salir de la operación. De la misma manera, en las operaciones de financiamientos suelen pactarse condiciones precedentes que deberán cumplirse antes de que el banco se vea obligado a realizar cada desembolso. Mientras tales condiciones no se cumplan, el banco podrá suspender la ejecución de sus obligaciones y terminar el contrato. Alternativamente, podría pactarse que el incumplimiento de los *coventants* otorgará el derecho al pago de daños. En este contexto, no es común encontrar alguna cláusula que otorgue el derecho a una de las partes a solicitar la ejecución forzada ante el incumplimiento de los *convenants*, por el contrario, dicho remedio suele excluirse de manera expresa en el contrato.

Teniendo en claro la cobertura y remedios de los *covenants*, la diferencia con los *reps & warranties* es evidente. Por lógica, las declaraciones y garantías están destinadas a cubrir aquellos acontecimientos que no pueden asegurarse con un simple hacer o no hacer, de lo contrario, no tendría sentido la existencia de ambos institutos ni el pacto de los mismos en una operación. La naturaleza compleja de la empresa como objeto de transacciones hace necesario el pacto de cláusulas que vayan más allá de simples obligaciones y que permitan cubrir una serie de supuestos que no pueden identificarse. La realización de un *due diligence* no garantiza –aunque lo realice tanto el comprador como el vendedor– el conocimiento total de toda la historia de la empresa. El reconocimiento de dicha imposibilidad física hace necesario el pacto de cláusulas que permitan la asunción objetiva de riesgos desconocidos (como los pasivos ocultos). Es acá donde encontramos el ámbito de aplicación de los *reps & warranties*.

La cobertura que otorga los *reps* puede ir amarrada de dos remedios distintos, lo cual dependerá de la etapa de la operación: (i) si nos encontramos entre la firma y el cierre, la veracidad y exactitud de las declaraciones y garantías serán una condición al cierre. Ante el incumplimiento de lo afirmado, la contraparte tendrá el derecho a salir de la operación; por otro lado, (ii) si nos encontramos en una etapa post firma, la veracidad y exactitud de las declaraciones y garantías determinará la responsabilidad del vendedor. Ante el incumplimiento de lo afirmado, el comprador podrá solicitar el pago de daños según las

cláusulas de indemnidades pactadas en el contrato. De esta manera, en el primer caso el remedio es la salida de la operación mientras que en el segundo es el pago de daños.

Cabe precisar que las declaraciones son realizadas principalmente por el vendedor, pero ello dependerá del tipo de operación. Si estamos en una operación de fusión en donde dos empresas se extinguirán para formar una sola, a los accionistas de las empresas fusionadas les interesará que ambas empresas declaren la inexistencia de pasivos ocultos. En este caso cualquiera de las partes podrá salir de la operación si descubre que las declaraciones de su contraparte no son verdaderas y exactas al cierre. Lo mismo podría ocurrir en una etapa *ex post*. Por el contrario, en una operación de compraventa de acciones las declaraciones serán realizadas principalmente por el vendedor, tanto entre la firma y el cierre como las que sobrevivan al cierre.

A efectos didácticos, nos enfocaremos en la relación que tienen los *reps* y las cláusulas de indemnidades (etapa *post cierre*). Ello nos permitirá comprender cómo el MAC puede incidir en la responsabilidad del vendedor y en el respectivo pago de daños (sin perjuicio que también pueda pactarse un derecho de salida ante el incumplimiento de los *reps* entre el cierre y la firma en caso un MAC ocurra). Adicionalmente, también nos servirá para comprender cómo sirven realmente las declaraciones y garantías en la práctica.

En relación al remedio del pago de daños, los *reps & warranties* son una típica cláusula de distribución objetiva de riesgos que sirve de la siguiente manera: quien asume el riesgo deberá pagar a su contraparte una suma de dinero si dicho riesgo se concreta. Así de simple. No interesa la concurrencia de factores subjetivos de responsabilidad -como la culpa o el dolo- para el pago de las indemnidades pactadas. CARRASCO PERERA realiza una afirmación muy gráfica al señalar que “Quien afirma lo que ignora, responde, aunque no incurra en dolo”³⁴¹.

A efectos de solicitar el pago de una indemnización no interesa si el vendedor que declaró tenía conocimiento de la falsedad o inexactitud de su declaración. Siempre responderá por el simple hecho de haber asegurado un estado de hecho o de derecho en un determinado momento. Si el vendedor declara que no hay pasivos ambientales, asume el riesgo de la

³⁴¹ CARRASCO PERERA, Ángel. “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”. En ÁLVAREZ ARJONA, José María y Ángel CARRASCO PERERA. *Adquisiciones de empresas*. Madrid: Arazandi, 2004, pp. 331.

ocurrencia de algún pasivo ambiental que no haya podido identificar. Si dicho pasivo se materializa, el vendedor tendrá que pagar una indemnización al comprador conforme al contrato. Nuevamente, no interesa ninguna valoración subjetiva: se responde por la simple asunción del riesgo (lo cual también aplica cuando el remedio a desencadenarse es la terminación del contrato).

Por ello, la cobertura de las declaraciones y garantías es más amplia que la que otorga la simple ejecución de obligaciones, dado que las primeras consisten en relaciones contractuales que permiten la asignación de riesgos desconocidos entre las partes. Como se trata de una responsabilidad objetiva, si ocurre un daño cuyo riesgo de no ocurrencia ha sido asumido por una parte, dicha parte será responsable por la simple ocurrencia del acontecimiento temido.

Como ha señalado José Antonio PAYET en sede nacional, “Se trata, a nuestro criterio, de una responsabilidad puramente objetiva (en rigor de garantía) por la ausencia de las cualidades prometidas, no de una responsabilidad subjetiva con una culpa o imputabilidad presumida”³⁴². De la misma manera, Rafael BOISSET señala que “las declaraciones y aseveraciones asignan contractualmente los riesgos inciertos o no conocidos entre las partes, determinando quién deberá asumir las pérdidas futuras que pueda sufrir la empresa”³⁴³. A su vez, Alberto REBAZA también reconoce que los *reps* en realidad son seguridades –y por ende no obligaciones- al señalar que “Las declaraciones y garantías no son otra cosa que las seguridades que ofrece el vendedor o la empresa –dependiendo de si se trata de un contrato de compra de acciones o de un contrato de aporte- con respecto a que los activos no son menores a los reflejados en los balances de la empresa y que los pasivos no son mayores a los también indicados en dichos balances.”³⁴⁴. También Sergio AMIEL deja en claro que “Las declaraciones y garantías sirven de guía al comprador respecto a la empresa y el negocio que está adquiriendo, asignándose en virtud a éstas una serie de riesgos entre comprador y

³⁴² PAYET PUCCIO, José Antonio. “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresa y la responsabilidad del vendedor”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, 2015, pp. 98.

³⁴³ BOISSET TIZÓN, Rafael. “Las declaraciones y aseveraciones: Su relación con las obligaciones de indemnidad en los contratos de compraventa de acciones”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, 2015, pp. 146.

³⁴⁴ REBAZA TORRES, Alberto. “Las fusiones y adquisiciones de empresas: A propósito de la proliferación de los fondos de inversión”, *Óp. Cit.*, pp. 105.

vendedor”³⁴⁵. Finalmente, Albert FORSYTH señala que los *reps & warranties* son “garantías en tanto lo declarado por las partes se presume como requisito previo y necesario para llevar adelante la transacción, sin cuya concurrencia la transacción es inviable”³⁴⁶.

Como se puede apreciar, la doctrina nacional es unánime en reconocer que las declaraciones y garantías sirven: (i) como cláusulas que otorgan una garantía que consiste en la asunción de un riesgo desconocido, (ii) destinada a distribuir los riesgos entre las partes, (iii) de manera que quien asume el riesgo responde objetivamente ante la materialización de la contingencia, y por ende, (iv) no estamos ante obligaciones.

Nuevamente, la gran utilidad de los *reps* está en la cobertura que otorgan para situaciones de hecho o derecho desconocidas por las partes. Se puede tener conocimiento de la posible existencia de pasivos que puedan afectar el valor del target. El problema es que no se conoce si dichas contingencias efectivamente existen, y si existen, cuándo se materializarán. Dichas contingencias son distribuidas entre las partes gracias a las declaraciones y garantías. Por ello se trata de “verdaderos mecanismos de aseguramiento”³⁴⁷ y no de obligaciones, dado que éstas –por definición- no pueden cubrir cosas inciertas.

Las obligaciones están pensadas en la certeza, los *reps* en la incerteza. Estamos ante relaciones contractuales de garantía destinadas a asignar riesgos.

Habiendo explicado que las declaraciones y garantías no son obligaciones, sino un dispositivo contractual que permite distribuir riesgos desconocidos entre las partes, podemos proponer una definición. Una de las mejores definiciones propuestas es la de GÓMEZ POMAR, quien señala que las declaraciones y garantías:

“Se las podría caracterizar, de modo general, como proposiciones relativas a hechos pasados o presentes, a creencias sobre hechos pasados, presentes o futuros, o predicciones de eventos futuros, y que un contratante (típicamente, el vendedor) hace y

³⁴⁵ AMIEL RODRÍGUEZ-CARPI, Sergio. “Consideraciones prácticas respecto al régimen de indemnización en el marco de una compraventa de acciones”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, 2015, pp. 118.

³⁴⁶ FORSYTH SOLARI, Albert. “Adquisición de Empresas y Activos de Negocios: Un Enfoque Práctico”, *Óp. Cit.*, pp. 132.

³⁴⁷ PAYET PUCCIO, José Antonio. “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresa y la responsabilidad del vendedor”, *Óp. Cit.*, pp. 98.

dirige a la otra parte, con la intención de que tengan efecto jurídico, en principio favorable a esta segunda.”³⁴⁸

Otra buena definición es la propuesta por GILI SALDAÑA al señalar que:

“Las manifestaciones y garantías son el conjunto de declaraciones, creencias o predicciones sobre la compañía objeto de compraventa que realiza el vendedor a favor del comprador y cuyo principal efecto consiste en asignar al vendedor los riesgos previstos por ese conjunto de declaraciones, creencias o predicciones, con independencia de que el comprador los hubiera podido descubrir durante el proceso de *due diligence*.”³⁴⁹

De las definiciones citadas podemos afirmar que las declaraciones y garantías: (i) son declaraciones, predicciones o creencias de hecho y de derecho sobre el target que son realizadas principalmente por el vendedor en un determinado momento, (ii) dichas declaraciones, predicciones o creencias tienen como principal objetivo que el declarante asuma el riesgo de la falsedad e inexactitud de las declaraciones, (iii) no interesa ningún factor subjetivo para que el vendedor responda pues nos encontramos ante una asunción objetiva de riesgos, (iv) como asunción de riesgo, el vendedor puede asegurar un estado de hecho o de derecho sobre el cual no tiene certeza o que incluso ignora por completo, y finalmente, (v) la afirmación puede tener como objeto un hecho pasado, presente o futuro.

Lo más interesante de las definiciones propuestas es que no se limitan a señalar que los *reps* son declaraciones (como normalmente suelen definirse), sino también predicciones e incluso creencias sobre hechos pasados, presentes o futuros. La parte que realiza la afirmación asume objetivamente los riesgos derivados de sus declaraciones, predicciones o creencias sobre la empresa objetivo, lo cual se justifica en la imposibilidad de poder conocer todo el pasado, presente y futuro del target. Como ya hemos señalado, si queremos seguir la terminología de RUMSFELD, podemos afirmar que los *convenants* cubren a los “known knowns”, los *reps & warranties* a los “known unknowns” y el MAC a los “unknown unknowns”.

Las declaraciones y garantías otorgan cobertura a los “known unknowns” porque tienen como objeto asumir riesgos sobre cosas que sabemos que desconocemos. De allí que una

³⁴⁸ GÓMEZ POMAR, Fernando. “El incumplimiento contractual en Derecho español”. En *InDret*, Revista para el Análisis del Derecho, 2007, pp. 1-49.

³⁴⁹ GILI SALDAÑA, Marian. “Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías”. En *InDret*, Revista para el Análisis del Derecho, 2010, pp. 1-21.

declaración también sea una predicción o creencia. Una empresa petrolera puede haber realizado todo lo que estuvo a su alcance para evitar algún derrame, pero es consciente que no puede tener control sobre todo y reconoce que podría ser objeto de una demanda por daños ambientales por algún pasivo oculto. Sabe que no sabe algo. No tiene certeza si en el futuro estallará alguna contingencia ambiental, pero sí sabe que es una posibilidad que debe tener en cuenta.

Recordemos siempre que las declaraciones y garantías emitidas por el vendedor (por ejemplo, en el caso de una compraventa de acciones) tienen como fin proyectar una foto de lo que realmente es la empresa, a efectos de que el comprador pueda definir el precio, asumir riesgos, determinar la responsabilidad del vendedor y cerrar la operación³⁵⁰.

En una operación por la adquisición de una empresa petrolera, el comprador se cuidará de exigir al vendedor que realice declaraciones sobre temas ambientales, y que asuma el riesgo incluso por lo que no sabe. El hecho de que las partes sepan que algo podría pasar, hace posible que el “known unknown” sea objeto de negociación a través de los *reps & warranties*. Dicha asignación de riesgos podrá darse entre la firma y el cierre o después del cierre. En el primer caso, el incumplimiento de las declaraciones y garantías otorgará un derecho de salida, mientras que en el segundo desencadenará el pago de daños.

En la presente sección hemos explicado cómo funciona el dispositivo contractual de las declaraciones y garantías en el Common Law. La misma no se encuentra regulada expresamente en el Civil Law, siendo su principal y única fuente la autonomía privada. Mucho se ha escrito sobre la utilidad práctica de los *reps* pero virtualmente nada sobre su naturaleza jurídica. ¿Se trata de un instituto nuevo que se rige exclusivamente por lo pactado en el contrato? ¿Existe algún instituto civilista similar?

³⁵⁰ KLING, Lou R.; NUGENT SIMON, Eilen y Michael GOLDMAN. “Summary of Acquisitions Agreements”. En *University of Miami Law Review*, Vol. 51, 1997, pp. 783: “The purpose of the seller’s representations is to paint a picture of the business being acquired, generally as of the time that the parties become contractually bound. Equally important, the representations work together with the covenants to set forth a road map of many of the events that must occur between signing and closing.”

2.2 La naturaleza jurídica de las declaraciones y garantías

En la sección precedente hemos señalado que las declaraciones y garantías sirven para distribuir los riesgos de ocurrencia de contingencias y pasivos ocultos que terminen afectando el valor del target. El uso de tal dispositivo contractual es común en el derecho anglosajón, sin embargo, su inclusión en ordenamientos del Civil Law no ha sido clara. Esta fue la principal razón por el cual empezamos la explicación de los *reps & warranties* señalando que las mismas no son obligaciones.

En general, en el Civil Law existe una tradición obligacionista que le otorga mayor importancia a la obligación que al contrato. El contrato solo sirve para crear obligaciones³⁵¹. Esta tradición se encuentra en el Código Civil peruano, el cual está redactado en términos obligacionistas, al punto de señalar que el objeto del contrato es la creación, regulación, modificación y extinción de obligaciones³⁵². De la misma manera, cada contrato típico está regulado en términos obligacionales (mediante el contrato tal una parte se “obliga a”).

Tal posición ha sido criticada en la doctrina nacional con ocasión del conocido debate entre los contratos con efectos obligaciones y los contratos con efectos reales³⁵³. Sin perjuicio de que el artículo 949° del Código Civil tenga su antecedente en el artículo 1138° del Code (en donde empezó el espiritualismo), nuestro código habla de una “obligación de enajenar”³⁵⁴

³⁵¹ GÓMEZ POMAR, Fernando. “El incumplimiento contractual en Derecho español”, *Óp. Cit.*, pp. 4: “La visión aún dominante entre nosotros sobre el papel del contrato sigue siendo, no obstante, relativamente subordinada. Acaso demasiado respetuosos con un Código civil que ve la propiedad y la obligación, pero no el contrato, como el centro del Derecho patrimonial, la reconstrucción teórica del Derecho de contratos se hace depender de su papel de fuente de las obligaciones (arts. 1089 y 1091 CC). Siempre admiradores de los conceptos y las elaboraciones conceptualmente alambicadas, sobre todo si tienen pedigrí histórico, nos hemos olvidado con excesiva frecuencia de que los contratos existen en la realidad, las obligaciones, en cambio, no. Los contratos son la forma más importante (cuantitativa y cualitativamente, al menos en una sociedad compleja) de articulación de la cooperación entre los individuos. Las obligaciones son meros expedientes técnicos, instrumentales, para ordenar y expresar los efectos jurídicos de la cooperación humana expresada en el contrato. El contrato es sustancial; la obligación, instrumental.”

³⁵² Artículo 1351.- El contrato es el acuerdo de dos o más partes para crear, regular, modificar o extinguir una relación jurídica patrimonial; Artículo 1402.- El objeto del contrato consiste en crear, regular, modificar o extinguir obligaciones.

³⁵³ DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. “El contrato y los efectos reales”. En *Estudios de Derecho Contractual*. Lima: Ius et Veritas, 2014, pp. 275-286; y FORNO FLÓREZ, Hugo. “El contrato con efectos reales”. En *Estudios de Derecho Contractual*. Lima: Ius et Veritas, 2014, pp. 287-301.

³⁵⁴ Artículo 949.- La sola obligación de enajenar un inmueble determinado hace al acreedor propietario de él, salvo disposición legal diferente o pacto en contrario.

que nace y se ejecuta mentalmente³⁵⁵. Esta tradición obligacionista produce un sesgo en los operadores jurídicos quienes siguen creyendo que lo más importante en el derecho de contratos es hablar de obligaciones.

Sin embargo, el surgimiento de operaciones complejas ha justificado la creación de una nueva ingeniería contractual destinada principalmente a distribuir riesgos y no a crear obligaciones. Para los abogados corporativos y financieros la tradición obligacionista de los civilistas es vista como una herejía. Como hemos explicado en el Capítulo II, el corazón de las operaciones de M&A es la distribución eficiente de riesgos entre las partes.

Sin perjuicio de que el Código Civil peruano no haya podido liberarse de una redacción obligacionista fiel a una tradición que es inútil para las modernas operaciones complejas, actualmente en el Perú no quedan dudas que el contrato puede generar directamente una modificación en la realidad jurídica a través de la sola voluntad de las partes o puede generar una modificación indirecta a través de la ejecución de obligaciones que tuvieron como fuente el consentimiento³⁵⁶.

Teniendo en cuenta la incorporación de un instituto no pensado en términos civiles como son los *reps & warranties*, cabe preguntarnos: ¿Cuál es la naturaleza jurídica de las declaraciones y garantías? Como hemos mencionado, los *reps & warranties* sirven para distribuir riesgos entre las partes, y por ello, son verdaderos mecanismos de aseguramiento. Para nosotros, las declaraciones y garantías pertenecen a la categoría de las denominadas “relaciones de garantía”³⁵⁷. Otras especies de dicha categoría son el contrato de promesa de tercero y el contrato de seguro.

³⁵⁵ Véase: FERNÁNDEZ CRUZ, Gastón. “La obligación de enajenar y el sistema de transferencia de propiedad inmueble en el Perú”. En *Themis*, Revista de Derecho, Época, 2, No. 30, 1994, pp. 149 y ss.

³⁵⁶ Ídem, pp. 159: “Para nosotros, el recurso a la noción de obligación –tal y como lo hemos sustentado en un trabajo anterior- se justifica solamente si el interés de un sujeto puede ser satisfecho por otro (que es quien posee aquello que puede satisfacer la necesidad experimentada por aquél), a través de un despliegue de energías de trabajo denominado «prestación». Esto es que, la cooperación entre sujetos puede revestir variadas formas, siendo algunas veces necesario que, para brindar la utilidad deseada, se despliegue el desarrollo de una conducta; mientras que, por otro lado, algunas veces la utilidad deseada puede obtenerse sin el desarrollo de ninguna conducta; esto es, como efecto directo e inmediato de la voluntad contractual.”

³⁵⁷ Véase: BETTI, Emilio. *Teoría General de las Obligaciones*. Tomo I. Traducción y notas de Derecho español por José Luis de los Mozos. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1969, pp. 40-41: “Pero con esto no queda completo el examen de las diferentes figuras de la prestación; hay, en efecto,

Por un contrato de seguro el asegurador asume el riesgo de ocurrencia de un siniestro a cambio de una prima (el pago de un monto dinerario). Se trata de un traslado del riesgo del asegurado al asegurador con la sola firma del contrato. Durante la vigencia del mismo el asegurador soportará sobre sus hombros el riesgo de ocurrencia del evento temido. En caso dicho evento llegara a ocurrir, el asegurador deberá mantener indemne al asegurado mediante el pago de una suma de dinero por concepto de indemnización³⁵⁸.

Como vemos, la asunción del riesgo no implica el nacimiento inmediato de una obligación. Podría suceder que el siniestro nunca ocurriese durante la vigencia del contrato, y en consecuencia, el asegurador no tenga ninguna obligación que ejecutar por el simple hecho de que la misma no existe³⁵⁹. La ejecución de una obligación (de dar una suma de dinero) es contingente y estará condicionada a la ocurrencia del evento temido. Recién en ese momento podrá hablarse de la existencia de una obligación, pero como puede verse, dicha obligación no es el principal efecto del contrato de seguro: lo es el traslado del riesgo del asegurado al

otras relaciones de obligación, en las cuales la expectativa del acreedor se halla encaminada a obtener una utilidad cuyo contenido no se puede medir por una medida de diligencia, ni, tampoco, por el resultado útil de un obrar.

Ejemplo típico de esta tercera especie de relaciones obligatorias es el contrato de seguro (arts. 1.862, 1.904 Cc.) (*): en este contrato una prestación consiste en el pago de las llamadas primas al asegurador; la prestación correspondiente, en cambio, no es una conducta que se pueda valorar por una medida de diligencia ni por un resultado útil; así, aplicando a este contrato la definición tradicional de la prestación (§ 241 BGB), que reconoce en ella el objeto de la expectativa de una conducta o de un resultado, vendría uno obligado a pensar, por añadidura, que no existe verdadera prestación en este contrato, pudiéndose tener dudas incluso sobre la calificación de prestación entendida en el sentido indicado. Pero si se pagan las primas y, por otra parte, se trata de un contrato sinalagmático, esto postula conceptualmente la presencia de una utilidad equivalente prestada por el asegurador. La utilidad existe, en efecto, y consiste en una garantía, en una seguridad que, desde el momento de la conclusión del contrato, el asegurador da al asegurado, en el sentido de que si se verifica el evento temido por éste el asegurador le conferirá una indemnización, o, en general, una compensación que le indemnice, al menos parcialmente, del daño que pueda sufrir. Por eso, antes de que se produzca el evento temido, existe la atribución de una utilidad, por parte del asegurador al asegurado, que viene dada por la *asunción del riesgo* que se teme, por parte del asegurador.”

³⁵⁸ URÍA, Rodrigo. *Derecho Mercantil*. Vigésimo Primera Edición. Madrid: Marcial Pons, 1994, pp. 703 y ss.

³⁵⁹ BETTI, Emilio. *Teoría General de las Obligaciones, Óp. Cit.*, pp. 43: “Ahora bien, en este caso, antes de que se produzca el daño, no podemos decir que haya una prestación en el sentido técnico tradicional, de una conducta valorable con un criterio de diligencia o de resultado útil de un obrar, sino que sólo hay una garantía, una seguridad prestada por la sociedad aseguradora por el solo hecho de haber asumido para sí el riesgo con la obligación de abonar una indemnización o resarcir un eventual daño al producirse el riesgo mismo.”

asegurador, el cual es un efecto que opera de manera directa y automática con la sola firma del contrato, sin necesidad de realizar algún comportamiento previo o posterior.

La doctrina suele señalar que la principal obligación del asegurador es la obligación de indemnizar al asegurado. Sin perjuicio de que señalen que uno de los elementos principales del contrato es el riesgo, nosotros consideramos que el principal efecto del contrato de seguro es la asunción del riesgo. Decir que la principal obligación es la de indemnizar, es decir que el principal efecto es la asunción de una obligación. Recordemos que el contrato genera diversos efectos, entre ellos el surgimiento de obligaciones, pero no es el único efecto que puede generar ni el más importante. El principal efecto del contrato de seguro no es la asunción de una obligación sino la asunción de un riesgo. Solo si el siniestro ocurre nacerá la obligación de indemnizar. Si el siniestro no ocurre, dicha obligación nunca surgirá. ¿Cómo se puede hablar que el principal efecto del contrato de seguro es uno que nunca podría generarse? Nuevamente, el contrato de seguro es víctima del lenguaje obligacionista de los civilistas.

Dicho seguro también se presenta en el contexto de una operación de M&A a través de las declaraciones y garantías y el pacto de indemnidades. Las partes intercambian información con el objetivo de fijar el valor del target, el precio respectivo y determinar la responsabilidad del vendedor. Debido a la imposibilidad física de conocer todo el pasado, presente y futuro de la empresa, las partes asignarán entre ellas el riesgo de ocurrencia de contingencias, pasivos ocultos u otro tipo de riesgo que sea objeto de negociación.

Como ya hemos señalado, uno de los aspectos más interesantes de dicho dispositivo contractual es que permite al comprador exigir al vendedor la asunción de riesgos que se encuentren fuera de su conocimiento. A pesar que como resultado del *due diligence* el vendedor pueda señalar que no existen mayores pasivos laborales que los encontrados, el comprador exigirá que se otorgue una cobertura completa que exceda a los pasivos identificados.

El vendedor (declarante) será como un asegurador que asumirá el riesgo de contingencias o pasivos ocultos mientras que el comprador (asegurado) será el beneficiario de tal afirmación. Desde el momento en que se realiza la declaración sobre la inexistencia de pasivos ocultos y contingencias, el riesgo de existencia de dichos pasivos y contingencias se trasladará del

comprador (asegurado) al vendedor (asegurador). La prima como contraprestación se reflejará en el precio pactado. Cuanta mayor cobertura otorgue el vendedor, mayor será el precio que pueda negociar, mientras menor sea la cobertura, menor será el precio que ofrecerá el comprador.

Habiéndose traslado el riesgo, en caso el evento temido ocurriese, el vendedor –de manera objetiva y por el simple hecho de haber asumido el riesgo- deberá indemnizar al comprador según lo señalado en el contrato. Así es como funcionan las relaciones de garantía en general, y las declaraciones y garantías en particular³⁶⁰.

Es necesario realizar una precisión importante. Si bien los *reps & warranties* funcionan como una relación de garantía, esta categoría no se encuentra regulada de manera general en alguna norma del ordenamiento peruano como podría ser el Código Civil, sin perjuicio de su reconocimiento por la doctrina nacional y comparada. Por ello, no existe una norma supletoria que señale que ante el incumplimiento de una declaración, el declarante deberá pagar una indemnización al asegurado (como sí ocurre en el contrato de promesa de hecho de tercero o el contrato de seguro). Dicha consecuencia deberá regularse en el contrato. Como veremos más adelante, en la determinación de la responsabilidad del vendedor, la regulación contractual en las operaciones de M&A amarra la cláusula de declaraciones y garantías a una cláusula de indemnidades en donde se detalle en qué supuestos surgirá un daño resarcible y cuál será el procedimiento para el cobro de tal daño. Ello es evidente si entendemos que las declaraciones y garantías son una relación de garantía de fuente convencional.

Habiendo concluido que los *reps & warranties* son una relación de garantía de fuente convencional, cabe preguntarnos: ¿las relaciones de garantía son conocidas en el Perú? La

³⁶⁰ Ídem, pp. 41-42: “Si queremos averiguar, después, en qué consiste aquí la cooperación, podremos identificarla fácilmente con una *actividad de cooperación virtual* por parte del deudor asegurador en relación con el acreedor asegurado; actitud que es idónea en conferir al asegurado una seguridad, una tranquilidad, una libertad de preocupaciones, la cual, sin esta actitud, no sería posible. Así, aun en el seguro de vida, el interés del asegurador no se agota en la suma estipulada, como un abstracto crédito pecuniario, sino que radica en la seguridad de poderla obtener para el beneficiario, en cualquier momento en que la muerte sorprenda al estipulante, incluso al día siguiente de contrato. Es el correspondiente margen de riesgo para el asegurador que se encuentra en la eventualidad de tener que pagar la suma, aun súbitamente, sin beneficiarse de un margen de tiempo ni de las primas ulteriormente previstas.

En estos casos, por tanto, aunque no haya por parte del deudor una conducta de cooperación valuable con una medida de diligencia o de habilidad técnica, existe una actitud de cooperación virtual valuable por una medida de buena fe.”

respuesta es afirmativa. La relación de garantía fue explicada inicialmente por FORNO en un artículo publicado en 1992 con ocasión de la promesa del hecho de tercero regulada en los artículos 1470³⁶¹, 1471³⁶² y 1472³⁶³ del Código Civil, el cual consiste en un supuesto de relación de garantía de fuente legal.

Por dicho contrato el promitente se “obliga” a que un tercero asuma una promesa o realice determinado hecho en favor del promisario (beneficiario). En caso el tercero no realice la obligación o el hecho, el promitente deberá pagar una indemnización al promisario.

En tal contexto, se discutió si realmente el promitente estaba asumiendo una obligación en sentido técnico. Al respecto, FORNO señaló que el promitente no podría estar sumiendo una obligación en sentido técnico dado que la prestación involucrada no sería de posible ejecución física. Nadie podría asumir una obligación cuyo cumplimiento dependerá de un tercero. Dado que la prestación consiste en la ejecución de una conducta propia, si el promitente no puede asegurar la ejecución de su prestación (porque la conducta a ejecutarse es la de un tercero), la misma no sería físicamente posible y no se trataría de una prestación. El elemento típico de la obligación es la prestación³⁶⁴, y ésta debe cumplir con determinados requisitos, entre ellos, la posibilidad física. Si la prestación no es posible, no hay obligación³⁶⁵. Por ello, en el contrato de hecho de tercero no se podría afirmar que el

³⁶¹ Artículo 1470.- Se puede prometer la obligación o el hecho de un tercero, con cargo de que el promitente quede obligado a indemnizar al otro contratante si el tercero no asume la obligación o no cumple el hecho prometido, respectivamente.

³⁶² Artículo 1471.- En cualquiera de los casos del artículo 1470, la indemnización a cargo del promitente tiene el carácter de prestación sustitutoria de la obligación o del hecho del tercero.

³⁶³ Artículo 1472.- Puede pactarse anticipadamente el monto de la indemnización.

³⁶⁴ FERNÁNDEZ CRUZ, Gastón. “La obligación de enajenar y el sistema de transferencia de propiedad inmueble en el Perú”, *Óp. Cit.*, pp. 164: “Creemos que la prestación es un elemento privatista de la obligación, que la tipifica como un medio de cooperación humana, distinto a cualquier otro medio de cooperación. Hemos sostenido con anterioridad que de obligación cabe hablar, siempre que estemos ante una «vinculación intersubjetiva concreta de contenido patrimonial», lo que supone siempre y necesariamente, que la utilidad perseguida «se consiga por medio de una prestación, entendida como despliegue de energías de trabajo». Precisamente, creemos que lo que diferencia al contrato de la obligación, como vehículos de cooperación humana, es la necesidad de que, en la segunda, la utilidad perseguida sólo puede obtenerse utilizando como medio una conducta humana; en cambio, cuando la utilidad perseguida puede obtenerse como consecuencia directa e inmediata de la voluntad, debe ser suficiente el contrato como vehículo de cooperación”.

³⁶⁵ FORNO, Hugo. “Precisiones conceptuales en torno a la promesa de hecho ajeno”. En *Negocio Jurídico y Responsabilidad Civil. estudios en memoria del Profesor Lizardo Taboada Córdova*. Lima: Grijley, 2004, pp. 530: “Ahora bien, la prestación debe reunir ciertos requisitos como el de la patrimonialidad,

promitente asume una obligación desde que el cumplimiento de tal “obligación” en realidad depende de un tercero ajeno al contrato.

Por ello, FORNO afirma que la promesa de hecho de tercero es en realidad una relación de garantía por el cual el promitente asume el riesgo de que el tercero no realice el hecho o la obligación. Si tal hecho ocurre (se materializa el riesgo), el promitente deberá pagar una indemnización al promisorio³⁶⁶. En este sentido, FORNO señala que las relaciones de garantía consisten en lo siguiente:

“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).³⁶⁷”

Dicha posición es la predominante en sede peruana³⁶⁸ y en la doctrina comparada del Civil Law³⁶⁹, de manera que no existen dudas respecto al reconocimiento de las relaciones de garantía en países civilistas como el Perú.

la licitud, la determinabilidad y la posibilidad. A nosotros nos interesa por ahora destacar ese 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 humano no le permite alcanzar. Esto explica un fenómeno muy claro: que la obligación no tiene razón de establecerse si no existe la posibilidad de hecho de observarla e inclusive 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.” Dicho trabajo fue publicado originalmente con el mismo título en *Advocatus*, Época 1, No. 4, 1992, pp. 14-51.

³⁶⁶ Ibidem.

³⁶⁷ FORNO, Hugo. “Precisiones conceptuales en torno a la promesa de hecho ajeno”, *Óp. Cit.*, pp. 538.

³⁶⁸ Véase también a: MORALES HERVIAS, Rómulo. “¿Indemnización por la no realización del hecho del tercero o resarcimiento por incumplimiento de la promesa del hecho del tercero?”. En *Derecho PUC*, Revista de Derecho de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, No. 57, 2004, pp. 317 y ss.

³⁶⁹ MIRABELLI, Giuseppe. *Dei Contratti in Generale*. Terza adizione interamente riveduta e aggiornata. Torino: UTET, 1987, pp. 329: “La figura della promessa del fatto del terzo è stata costruita come un contratto di garanzia, in cui il comportamento del terzo è condizione dell’obbligazione del garante, giacchè questo è tenuto a corrispondere un’indennità soltanto nel caso che il terzo non compia quanto è stato previsto.”; BETTI, Emilio. *Teoria Generale del Negozio Giuridico*. Ristampa corretta della II edizione. Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 1994, pp. 550: “E in generale la *promessa del*

En el caso de la promesa de hecho de tercero, el propio Código Civil reconoce que ante la ocurrencia del riesgo el promitente deberá pagar una indemnización ascendente al monto pactado por las partes. Como ya hemos señalado, en caso de relaciones de garantía de fuente convencional el desencadenamiento del pago de una indemnización deberá encontrarse regulada en el contrato.

Es necesario realizar una acotación adicional. Hemos señalado que las declaraciones y garantías pueden otorgar dos tipos de remedios: (i) el pago de daños, y (ii) un derecho de salida. Hasta el momento, la equiparación de los *reps & warranties* a un seguro, ha servido para explicar la utilidad de los *reps* ante el pago de daños. El declarante asume un riesgo, y en caso dicho riesgo se materialice, deberá pagar por el simple hecho de haber asumido el riesgo. Así es como funcionan las declaraciones y garantías para determinar la responsabilidad del vendedor. Claramente estamos pensando en una etapa post cierre.

Nos preguntamos: ¿los *reps & warranties* también son una relación de garantía cuando otorgan un derecho de salida? La respuesta es afirmativa. En operaciones de M&A, las partes asignan los riesgos de ocurrencia de eventos adversos entre la firma y el cierre. Dicha asignación se concretiza en el pacto de condiciones precedentes. Solo se cerrará el contrato si las condiciones de cumplen, entre ellas, que las declaraciones realizadas al momento de la firma se mantengan como ciertas y exactas a la fecha de cierre. En este sentido, el vendedor está asumiendo el riesgo de falsedad e inexactitud de los *reps*. El vendedor puede estar seguro de que no hay pasivos ocultos y contingencias a la fecha de firma pero no sabrá si explotará alguno desconocido a la fecha de cierre. Dicho riesgo es asumido mediante una declaración.

El objetivo central de las declaraciones y garantías se cumple: asignar un riesgo. La particularidad es que el incumplimiento de los *reps* en este caso no desencadenará

*comporamento di un terzo è convertita dalla legge in una garanzia che obbliga il solo promittente. È ammesso, cioè, di dedurre il comportamento del terzo a condizione (Wofür der Haftung, direbbe Brinz) di un contratto di garanzia col quale l'una parte si obblighi verso l'atra a pagare una indennità per la ipotesi che il fatto del terzo non segua (art. 1381). In ogni caso il rapporto d'obbligazione resta circoscritto alle parti del negozio e assume il fatto del terzo solo come punto di riferimento dell'obbligo verso la controparte: garantendo il fatto altrui, il promittente non fa altro, in sostanza, che promettere il fatto proprio e assumere di rispondere per il suo insuccesso (promette, come si diceva in diritto comune, *de rato, alias de proprio*).”; GIORGIANNI, Michele. *L'Inadempimento*. Corso di Diritto Civile. Terza edizione riveduta. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1975, pp. 276: “Una ipotesi di tal genere può scorgersi nella promessa dell'obbligazione o del fatto del terzo (art. 1381), ove il contenuto della promessa si intenda, come ci sembra preferibile, non già come prestazione di procurare (l'obbligazione o il fatto altrui), ma come garanzia che il terzo assumerà l'obbligazione o compirà il fatto.”*

típicamente un derecho a cobrar daños sino un derecho de salida. Si bien es característico que las relaciones de garantía desencadenen el pago de una indemnización como consecuencia de la materialización de un riesgo, en virtud de la autonomía de las partes se podría conceder otro remedio alternativo como la salida de la operación (y por qué no, el también el pago de daños). En este caso hay un aseguramiento: el vendedor asegura un estado de hecho particular y garantiza de tal manera al comprador que éste podrá salir de la operación sin costo alguno. El efecto legal de realizar la declaración sigue siendo el mismo (asumir un riesgo) pero el remedio pactado (que concretiza el aseguramiento) es diferente (la salida de la operación).

El cambio del remedio se entiende cuando comprendemos que entre la firma y el cierre, los *reps* son objeto de una condición, cuyo incumplimiento otorga típicamente un derecho de salida.

El uso de remedios distintos es más claro en operaciones de financiamientos, en donde el banco suspenderá, acelerará o terminará el contrato –dependiendo de lo pactado- ante el incumplimiento de los *reps*. El prestatario asume determinados riesgos cuya materialización otorgará al banco el ejercicio de los remedios pactados, que no tienen que limitarse al pago de daños.

Por ello, tanto entre la firma y el cierre y el post cierre, los *reps & warranties* servirán para asignar riesgos. Dado que la categoría de las relaciones de garantía no se encuentran reguladas de manera general en el Código Civil, serán las partes quienes determinarán en virtud de su autonomía privada cuál será el remedio a desencadenarse.

Sin perjuicio de lo mencionado, es necesario alertar que el pacto de las declaraciones y garantías no puede omitir la regulación del Código Civil sobre la anulación por vicios de la voluntad. En caso alguna de las partes pueda probar –aunque consideramos que es complicado dado el alto nivel de sofisticación de las partes y la realización de los *due diligence*- que fue inducida a error para celebrar el contrato, podrá solicitar la anulación y el pago de daños. En tales supuestos, la regulación contractual en torno a las declaraciones y garantías y sus respectivos remedios no podrían oponerse a que una de las partes deje sin efecto el contrato y pida el resarcimiento de los daños (sin límite) ocasionados por el engaño de la contraparte.

Dado que no es lícito que un ordenamiento jurídico permita que algunos contratantes engañen a otros, cualquier pacto en contra de la regulación de la anulación por dolo sería nula. El dolo como criterio de imputación subjetivo, que se encuentra ausente en los *reps & warranties*, cobraría importancia –y entraría por la ventana- a efectos de hacer aplicables los remedios contra el dolo como vicio de la voluntad.

En conclusión, podemos señalar que las declaraciones y garantías consisten en (i) una relación de garantía de fuente convencional por el cual el promitente (el vendedor) garantiza un estado de hecho o de derecho en un determinado momento y asume el riesgo de que tal estado sea falso o inexacto, (ii) en una etapa post cierre, el remedio ante el incumplimiento de los *reps* es el pago de *indemnities* (y no la ejecución forzada desde que no estamos ante obligaciones en sentido técnico); mientras que entre la firma y el cierre, el remedio será la salida de la operación, (iii) no se necesita probar ningún factor subjetivo porque la responsabilidad es objetiva, esto es, se responde por el simple hecho de haber asumido un riesgo, (iv) de esta manera, la principal función de las declaraciones y garantías es la distribución de riesgos desconocidos (sin olvidar otra función importante como es el de incentivar la revelación de información).

2.3 Representations and Warranties Insurance

Las declaraciones y garantías cumplen otra función importante: incentivar a las partes a revelar información. En el Common Law es conocido el principio “*caveat emptor*” (o “*let the buyer beware*”) el cual se fundamenta en la asimetría de la información: dado que normalmente el comprador es quien tiene menos información sobre el bien que va a comprar, debe tener cuidado con las trampas de los vendedores.

El vendedor siempre tendrá mayor información que el comprador, y ello lo incentiva a realizar comportamientos estratégicos que le permita obtener del comprador el mayor valor posible incluso en su detrimento. Como hemos explicado, la racionalidad de los agentes económicos puede conducir a resultados ineficientes.

El comprador necesita de instrumentos que le permita obtener la mayor cantidad de información posible del vendedor. Entre ellas se encuentran las declaraciones y garantías³⁷⁰. Pensemos nuevamente en el ejemplo de la adquisición de la empresa petrolera. Podría ocurrir que después de haber realizado el *due diligence* el comprador haya encontrado determinadas contingencias. Sin embargo, ello no quiere decir que no existan más contingencias. Las contingencias encontradas son solo aquellas que el comprador *pudo* encontrar. Debido a que el vendedor tiene incentivos para no revelar información respecto a otras contingencias no encontradas por el comprador (para que no se castigue el precio), el comprador encontrará en las declaraciones y garantías un mecanismo para averiguar si existen o no otras contingencias.

Si el comprador le exige al vendedor que declare que no existen otras contingencias salvo las encontradas y el vendedor se niega, lo más probable es que el vendedor esté ocultando información sobre otras contingencias. En tal contexto el comprador se negará a cerrar la operación si el vendedor no realiza tal declaración, lo cual a su vez incentivará al vendedor a revelar mayor información si no quiere que el comprador se vaya de la transacción. De esta manera se cumple la función de revelar información de las declaraciones y garantías.

Si se diera el caso que *a conocimiento* del vendedor no existen más contingencias que las descubiertas, aún el comprador exigirá que el vendedor realice la declaración ya que él se encuentra en mejor posición para conocer a menor costo del pasado del target.

Esto nos demuestra que la asimetría de la información (como un problema en donde el comprador es la parte débil y el vendedor la parte fuerte) suele relativizarse en casos de pasivos ocultos. En un contexto normal, el vendedor tiene mayor información sobre el bien que el comprador. Sin embargo, las situaciones más relevantes y altamente negociadas son aquellas en donde ninguna de las partes tiene conocimiento de algo. Saben que algo podría pasar pero no qué cosa o cuándo podría ocurrir. Es posible que la empresa petrolera tenga algún pasivo oculto, pero ni el comprador ni el vendedor son capaces de identificarlo y preverlo. A pesar de tal limitación física, las declaraciones y garantías permiten que las partes distribuyan el riesgo de lo incierto.

³⁷⁰ Sobre la función de las declaraciones y garantías como mecanismos para incentivar la revelación de información, véase a: BOISSET TIZÓN, Rafael. “Las declaraciones y aseveraciones: Su relación con las obligaciones de indemnidad en los contratos de compraventa de acciones”, *Óp. Cit.*, pp. 145.

Como hemos señalado, dicha cobertura es la característica típica de las declaraciones y garantías, y es el motivo por el cual han surgido las pólizas de seguro frente a incumplimientos de declaraciones y garantías (Representations and Warranties Insurance o RWI³⁷¹). Dicha póliza de seguro confirma la verdadera utilidad de las declaraciones y garantías al otorgar cobertura frente a riesgos desconocidos.

En nuestro ejemplo de la empresa petrolera, el vendedor puede verse forzado a tener que declarar algo que desconoce y asumir el riesgo de lo incierto, de lo contrario el comprador no cerrará el contrato. Si después del cierre explotara algún pasivo oculto, el vendedor podría verse gravemente afectado por el pago de un gran monto por concepto de daños en favor del comprador. De la misma manera, el comprador podría estar seriamente interesado en adquirir al target por temas estratégicos, y estaría dispuesto a comprar la empresa incluso si el vendedor se negara a asumir muchos riesgos (lo cual implica que el comprador asuma más riesgos). Precisamente, una solución es el RWI.

Los RWI pueden ser de dos tipos: (i) *buyer-side* RWI, y (ii) *seller-side* RWI. En el primer caso, el comprador es quien adquiere el seguro y quien paga la prima correspondiente. En caso de incumplimiento de las declaraciones y garantías, el comprador podrá dirigirse directamente contra el asegurador y solicitarle el pago de los *indemnities* pactados en el contrato. La cobertura del seguro podrá cubrir total o parcialmente los montos pactados en los *indemnities*, lo cual dependerá del tipo de seguro y la prima a pagarse. Este mecanismo incentiva a los vendedores a asumir riesgos desconocidos desde que el pago de los daños ante el incumplimiento de los *reps* los asumirá total o parcialmente el asegurador en virtud del contrato firmado entre éste y el comprador.

La existencia de los *buyer-side* RWI incentiva la competencia entre los compradores: el vendedor preferirá a un comprador con seguro que a otro sin seguro, y preferirá a uno con

³⁷¹ GROSZ, Morton E. y Daniel A. RABINOWITZ. “Wrapping Your Reps: Representation & Warranty Insurance in the M&A Context”. En *Chadbourne & Parke*, LLP, abril de 2013, pp. 1 y ss.; MESHKI, Hamed y Brandon VONGSAWAD. “Why You Need M&A Reps and Warranties Insurance”. En *Law 360*, Kirkland & Ellis, Attorney Advertising, 31 de julio de 2013; ANTION, D. Stephen y Phillip LANG. “Representations and Warranties Insurance: An Innovative Solution”. En *Westlaw Journal Delaware Corporate*, Vol. 28, Issue 10, 25 de noviembre de 2013, pp. 1 y ss.; WANG, George H. “Transactional Liability Insurance – Representation and Warranty Insurance in Cross-Border Transactions”. En *Haynesboone*, Haynes and Boone, LLP, 29 de abril de 2015, pp. 1 y ss.; CUSINATO, Curtis y Timothy CHUBB. “Representation and Warranty Insurance in Canada – A Tactical Alternative?”. En *Stikeman Elliot*, octubre de 2013, pp. 1 y ss.

seguro completo que a otro con seguro parcial. De esta manera se incrementa el valor del contrato.

Por su parte, el *seller-side* RWI es un seguro asumido por el vendedor. La cobertura de este seguro suele ser menor en comparación al *buyer-side* RWI. Ello se debe a que el vendedor es quien tiene mayor información sobre el target y quien se encuentra en mejor posición para poder evitar contingencias o pasivos ocultos, a diferencia del comprador. Por ello, las aseguradoras suelen otorgar una mayor cobertura a aquellos compradores que no pueden identificar todos los riesgos y suelen otorgar una menor cobertura a los vendedores por ser éstos quienes conocen el target. Con ello se evita el *moral hazard* en los vendedores: ocultar información, engañar al comprador y comprar un seguro que lo mantenga indemne de dicho engaño.

El *seller-side* RWI permite al vendedor mantenerse indemne de los daños que tenga que pagar en virtud del contrato por el incumplimiento de las declaraciones y garantías. Este seguro es una alternativa o un complemento a la cuenta *escrow* o a otro tipo de retención del precio (*holdback*). Si el vendedor no quiere que parte del precio se encuentre retenida en una cuenta, puede persuadir al comprador a desembolsar todo el precio con la condición que el vendedor asuma el pago de la prima de un *seller-side* RWI. De esta manera, el comprador no insistirá en retener el precio pues sabrá que en caso de incumplimiento de los *reps* la aseguradora mantendrá indemne al vendedor, lo cual a su vez garantiza el crédito del comprador.

La existencia de los RWI confirma cuál es la verdadera utilidad de los *reps & warranties*. Las partes pueden asumir el riesgo de cosas que desconocen, y ello se explica en la naturaleza volátil de la empresa y en la incertidumbre de los mercados financieros. Precisamente, los RWI han sido creados para cubrir riesgos desconocidos³⁷². Sin la asunción de estos riesgos,

³⁷² MESHKI, Hamed y Brandon VONGSAWAD. “Why You Need M&A Reps and Warranties Insurance”. En *Law 360*, Kirkland & Ellis, Attorney Advertising, 31 de julio de 2013: “Critical to a buyer’s and seller’s evaluation of the acquisition and sale of a company is the allocation of exposure between them with respect to unknown risks and liabilities of the business. Representation and warranty insurance (RWI) protects the insured against unintentional and unknown breaches of a seller’s representations and warranties made in the acquisition or merger agreement”; ANTION, D. Stephen y Phillip LANG. “Representations and Warranties Insurance: An Innovative Solution”. En *Westlaw Journal Delaware Corporate*, Vol. 28, Issue 10, 25 de noviembre de 2013, pp. 1: “One of the most contentious and negotiated aspects of an acquisition transaction is the allocation of risk for post-closing breaches of the seller’s representations and warranties, and the remedies available to the buyer for such breaches. The buyer will want to be protected and indemnified for any liabilities arising from a breach, while the

las operaciones de M&A no serían eficientes, y en el peor de los casos, ni siquiera se celebrarían. La existencia de dispositivos contractuales como las declaraciones y garantías da vida al mercado por el control societario.

2.4 Las cláusulas de indemnidades

El hecho que las declaraciones y garantías constituyan una relación de garantía de fuente convencional hace necesaria una adecuada regulación contractual para que la misma funcione como otras relaciones de garantía de fuente legal (el contrato de seguro o la promesa de hecho de tercero). Por ello, la cláusula de indemnidades cumple un rol fundamental. Para comprender la importancia de dicho rol necesitamos saber qué quiere decir la denominación “*representations and warranties*” y por qué se sigue usando la misma.

En primer lugar, el término “*representations & warranties*” suele ser traducido al español como “manifestaciones y garantías”, “declaraciones y garantías” e incluso como “declaraciones y aseveraciones”. Nosotros preferimos la denominación “declaraciones y garantías” por ser exacta y demostrar cuál es la verdadera función de tal cláusula de aseguramiento. Cuando el vendedor afirma que no existen más deudas tributarias salvo las detalladas en el anexo tal, está realizando una declaración que tiene como objeto un estado de hecho o de derecho en un determinado momento, y a la misma vez, está garantizando que la misma es cierta y exacta. Dicha garantía se encuentra en la asunción del riesgo de ocurrencia de pasivos tributarios ocultos. Por ello se habla de declaraciones y garantías.

Al respecto es necesario realizar una aclaración de fondo y una aclaración práctica. La aclaración de fondo tiene relación con la supuesta confusión en el uso de la denominación “garantía”. Se suele pensar que en términos civiles las garantías están destinadas exclusivamente a asegurar obligaciones (piénsese en las garantías reales o en las personales). Desde que los *reps* no son obligaciones, se podría pensar que el uso del término “garantía” es incorrecto.

seller will prefer a clean break at closing with minimal holdback of the purchase consideration and without responsibility for unknown contingent liabilities.”

En efecto, en sede nacional se ha recomendado que los *reps & warranties* deberían traducirse como “declaraciones y aseveraciones”³⁷³. Según tal preocupación, ello sería recomendable dado que “en la ley peruana, las garantías tienen una connotación distinta a la figura de los *warranties* anglosajones. En Perú, las garantías responden frente al incumplimiento de una obligación, pero no son la obligación en sí mismas. Como hemos explicado antes, el *warranty* es una figura legal en sí misma con sus propios efectos y consecuencias jurídicas”³⁷⁴. Consideramos que tal análisis comparado no es exacto.

En el Derecho Comparado del Civil Law se ha reconocido la existencia de verdaderas garantías que no consisten en asegurar obligaciones sino en asegurar no obligaciones. Se trata de asumir un riesgo y garantizar a la contraparte que permanecerá indemne si el riesgo se materializa. Mediante las relaciones de garantía, una parte asegura a la otra en el sentido de asumir un riesgo del cual su contraparte no tendrá que preocuparse. La consecuencia de tal asunción legal del riesgo es el pago de una indemnización en favor del beneficiario que lo mantenga indemne en caso el riesgo se concretara.

Teniendo en cuenta que la doctrina mayoritaria en el Perú y en el Civil Law reconoce la existencia de las relaciones de garantía, no deberían existir confusiones cuando se traduce a los “*reps & warranties*” como “declaraciones y garantías”. Consideramos que esa es la traducción que mejor grafica la función de tal cláusula contractual.

Esta aclaración ha sido una de fondo: el término “garantía” puede ser usada para garantizar relaciones obligatorias y relaciones no obligatorias. Sin embargo, es necesario realizar otra aclaración desde un punto de vista práctico y de derecho comparado en relación a la conveniencia del término “declaraciones y garantías”.

Debemos recordar que las declaraciones y garantías no contienen una regulación expresa en nuestro ordenamiento jurídico. No existe un remedio legal ante el incumplimiento de las declaraciones y garantías. Dado que hemos señalado que los *reps* no son obligaciones, no podríamos contradecirnos y señalar que las partes podrían solicitar la ejecución forzada, la resolución o el resarcimiento en virtud de la responsabilidad por inexecución de obligaciones

³⁷³ BOISSET TIZÓN, Rafael. “Las declaraciones y aseveraciones: Su relación con las obligaciones de indemnidad en los contratos de compraventa de acciones”, *Óp. Cit.*, pp. 147-148.

³⁷⁴ *Ibidem*.

regulada en el Código Civil. Por ello, las partes son las encargadas de pactar un remedio en específico ante el incumplimiento de las declaraciones y garantías. La experiencia anglosajona y los usos y costumbres nos demuestran que en la etapa posterior al cierre, el gran y único remedio ante el incumplimiento de los *reps & warranties* es el pago de daños. Este remedio se conoce como *indemnity clause*.

Mediante las cláusulas de indemnidades las partes regulan cómo se ejercitará el remedio por el cual el comprador podrá exigir al vendedor el pago de daños derivados del incumplimiento de las declaraciones y garantías³⁷⁵. Ello es importante dado que el simple incumplimiento de una declaración y garantía no tiene una consecuencia legal determinada que se aplique supletoriamente. En este sentido cabe preguntarnos: ¿dónde recae la verdadera garantía? ¿En la simple declaración o en el pacto de cláusulas de indemnidades? Claramente la declaración del vendedor destinada a garantizar la veracidad de un estado de hecho o derecho no tiene sentido práctico sino va amarrada a una cláusula de indemnidad que le otorgue un verdadero remedio al comprador.

Por ello, a veces se suele hablar solo de “declaraciones” dado que el verdadero aseguramiento práctico se encuentra en el pago de daños pactado en una cláusula de indemnidad. En ordenamientos civilistas las declaraciones y garantías deben ir atadas a las cláusulas de indemnidades cuando se regula la responsabilidad del vendedor.

Cuando el vendedor realiza alguna declaración sobre determinado hecho, está asumiendo el riesgo de que dicho hecho no sea veraz. Desde ese momento, jurídicamente el riesgo se ha desplazado del comprador al vendedor. Dicha asunción del riesgo es un medio de aseguramiento –en términos legales- pero el mismo es insuficiente desde una perspectiva práctica. Dado que estamos ante una relación de garantía de fuente convencional, el desplazamiento de dicho riesgo no tiene utilidad práctica sino existe una consecuencia determinada en el contrato que se materialice en algún remedio –dada la ausencia de una norma supletoria. Por ello es necesario que las partes pacten las cláusulas de indemnidades correspondientes. Las declaraciones y garantías solo tendrán utilidad práctica –en una etapa post cierre- si están amarradas a cláusulas de indemnidades.

³⁷⁵ YOUNGBLOOD, D. Hull y Peter N. FLOCOS. “Drafting and Enforcing Complex Indemnification Provisions”. En *The Practical Lawyer*, Agosto de 2010, pp. 21 y ss.

Teniendo en cuenta lo mencionado, la verdadera garantía se encuentra en el pacto de las cláusulas de indemnidades y no en la simple afirmación de un estado de hecho (salvo que estemos ante una relación de garantía de fuente legal). Las declaraciones sirven para definir en qué situaciones el comprador podrá desencadenar el pago de daños (ante su falsedad o inexactitud), pero por sí mismas no otorgan un aseguramiento completo. En tal sentido, el término “declaraciones y garantías” podría sustituirse por la denominación “declaraciones” desde que –en realidad- la garantía se encuentra en las cláusulas de indemnidades. Podríamos hablar de declaraciones y cláusulas de indemnidades.

Resulta interesante mencionar que dicha imprecisión de términos ha sido evidenciada en el Common Law. Kenneth ADAMS cuestiona –desde la perspectiva de un *drafter*- el uso de la denominación “*representations and warranties*” o “*represent and warrant*” por ser imprecisa e inadecuada para las necesidades de los *corporate agreements*³⁷⁶. Realizar dicha precisión es importante para conocer la cobertura y los remedios de las cláusulas que se pactan.

La “*representation*” es una afirmación sobre un hecho que induce a una persona a realizar cierto acto, que en las operaciones de M&A serían afirmaciones relacionadas al valor de la empresa para inducir al comprador a cerrar la operación, mientras que en las operaciones de financiamiento serían afirmaciones relacionadas a la solvencia del prestatario para inducir al banco a realizar los desembolsos de capital.

El incumplimiento de un *representation* se conoce como *misrepresentation*. Según la sección § 159 del Restatement (Second) of Contracts: “*A misrepresentation is an assertion that is not in accord with the facts*”. En otras palabras, se refiere a la falsedad o inexactitud de las declaraciones. Según el comentario c de la sección 159, para que haya un *misrepresentation*, la declaración debe estar relacionada a algo que sea un hecho al momento de realizar la declaración. En otras palabras, solo podrían hacerse declaraciones sobre hechos pasados y presentes.

Acá es donde encontramos un primer problema. Las declaraciones que se pactan en las operaciones de M&A y financiamientos no se limitan a estados de hechos pasados y

³⁷⁶ ADAMS, Kenneth A. “Eliminating the Phrase *Represents and Warrants* from Contracts”. En *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, Vol. 16, 2015, pp. 203 y ss.; ADAMS, Kenneth A. “A lesson in drafting contracts”. En *American Bar Association Business Law Section*, Vol. 15, No. 2, 2005, pp. 1.

presentes, sino también a hechos futuros, e incluso, a hechos cuya existencia y ocurrencia se desconoce. Solo piénsese en el *bring down of representations and warranties* como condición al cierre. Mediante tal condición las afirmaciones realizadas por el vendedor deberán ser ciertas al momento de la firma y permanecer como tales hasta la fecha de cierre. De esta manera, si el comprador señala que no hay pasivos ocultos a la fecha de firma, dicha afirmación también implicará que no haya pasivos ocultos a la fecha de cierre, de lo contrario la operación no se cerrará. Una declaración que deberá permanecer cierta en el futuro, es una afirmación sobre un hecho futuro así se haya realizado en el pasado. Más aún, la afirmación puede tener como objeto un hecho totalmente desconocido por el declarante.

La figura del *misrepresentation* no es recomendable para las operaciones de M&A desde que su aplicación es restrictiva. Como ya habíamos señalado, la utilidad de las declaraciones y garantías está en la amplitud de su cobertura, la cual podrá abarcar incluso riesgos que ninguna de las partes conoce. Por ello definíamos a los *reps* como declaraciones, predicciones o creencias.

Por otro lado, el término *misrepresentation* significa engaño y representa la situación en la cual el declarante miente a su contraparte –a través de declaraciones falsas o inexactas- para celebrar un contrato que seguramente no suscribiría de conocer la falta de veracidad de las declaraciones. Un vendedor podría declarar que el bien tiene una cualidad que en realidad no tiene. Para concluir si el vendedor engañó o no al comprador habrá que evaluar necesariamente un factor subjetivo. Por su naturaleza el *misrepresentation* se fundamenta en una responsabilidad subjetiva: el declarante conocía de la falta de veracidad o inexactitud del hecho, y sin embargo, lo declara como cierto y exacto para inducir a su contraparte a celebrar un contrato.

Por su parte, las declaraciones y garantías se fundamentan en una responsabilidad objetiva. Quien asumió el riesgo, paga por la simple ocurrencia del evento temido. Por ende, queda claro que el ámbito de los *reps* no podría confundirse con el ámbito del *misrepresentation*.

Por otro lado, los *warranties* se encuentran regulados por el Uniform Commercial Code, entre los cuales se encuentra el *warranty of merchantability*, *warranty of fitness for particular purpose*, *express warranty* y el *warranty of title*. Una característica importante de dichas

garantías es que se encuentran limitadas a los *sale of goods* (contratos de compraventa)³⁷⁷. Este es el primer problema que podemos identificar ya que las declaraciones y garantías no se limitan a la compraventa de acciones. Las operaciones de M&A pueden darse a través de –por ejemplo– una reorganización societaria. De la misma manera, las declaraciones y garantías forman parte del contenido estándar de las operaciones de financiamiento, las cuales no se materializan en una compraventa.

Además, los *warranties* pueden tener como objeto la realización de simples declaraciones sobre el bien o la asunción de obligaciones de hacer, como por ejemplo, la obligación de reparar un carro vendido en caso éste muestre algún defecto después de la venta. En otras palabras, a través de un *warranty* una parte podría asumir una obligación, lo cual por definición, no es posible con la realización de los *reps & warranties* pues con ellas no surge obligaciones.

Si tenemos en cuenta lo mencionado, ¿por qué seguimos hablando de *representations & warranties* y no solo de *representations*? Parece claro que la denominación “*warranty*” no solo es inapropiada, sino que es innecesaria y redundante. Un *warranty* está pensada para ser aplicada a los contratos de compraventa de bienes y puede consistir en la asunción de obligaciones. El derecho americano nos demuestra que no tiene sentido seguir hablando de “*representations*” y “*warranties*” en conjunto. Si no estamos ante una obligación, ¿por qué hablamos de “*warranty*”? ¿Por qué hablamos de garantía? ¿Por qué simplemente no hablamos de “*representations*”? Como señala ADAMS:

“Even though the terminology you use to flag assertions of fact won’t have any effect on the claims a party can bring, you’re still left with the task of determining which term to use. *Representation* (and *represent*) is the better choice. It can be used with all assertions of fact, whereas using *warranty* in that manner –in other words, not restricting its use to assertions made in the context of sale– would be to do violence to the standard meaning given to the term. And *representation* is also more narrowly tailored to the task, given that a warranty can also express an obligation.”³⁷⁸

³⁷⁷ Véase: PAYET, José Antonio. *La responsabilidad por productos defectuosos*. En Biblioteca Para Leer el Código Civil. Vol.VIII, Tomo I. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 1997, pp. 67 y ss.

³⁷⁸ ADAMS, Kenneth A. “A lesson in drafting contracts”, *Óp. Cit.*, pp. 2-3.

Los inconsistencias legales mencionadas han producido un tratamiento estructuralmente diferente (aunque funcionalmente similar) en el derecho inglés y en el derecho americano en relación a los *reps & warranties*³⁷⁹.

En el derecho inglés, las partes no pactan “*representations and warranties*” en contratos de M&A sino simplemente “*warranties*”. Ello se debe a una especie de fobia por los remedios extintivos del contrato. Como hemos mencionado, en el derecho anglosajón el incumplimiento de un *representation* da lugar a una acción *in tort* por *misrepresentation*, en el cual, el principal remedio es la rescisión del contrato. Dado que la cesación de los efectos del contrato es un remedio muy caro para operaciones de M&A (solo piénsese en lo complicado de desestructurar una fusión), los abogados ingleses prefieren excluir cualquier referencia al término “*representation*”.

Por ello, se prefiere usar el término “*warranty*” dado que el remedio por un *breach of warranty* es principalmente el pago de daños. Esta es la razón por el cual a un abogado americano le puede parecer extraño que en un contrato inglés de M&A no exista una sección destinada a los “*representations and warranties*”³⁸⁰.

Por otro lado, los abogados americanos usan el término “*representations and warranties*” y excluyen el remedio de la rescisión que podría surgir ante el incumplimiento de una declaración a través de una cláusula general por el cual se señala que el único remedio que tendrá el comprador por el incumplimiento de los *reps* será el pago de daños. Con dicho pacto, se llega al mismo resultado que el que se logra al excluir expresamente el término “*representation*”. Por ello, aunque estructuralmente el tratamiento de los *reps & warranties* en el derecho inglés y americano sea diferente, funcionalmente nos conducen al mismo resultado.

Este tratamiento legal en la experiencia americana e inglesa nos permite confirmar que los *reps & warranties* son más que simples *representations and warranties* entendidas aisladamente. En

³⁷⁹ FERERA, Leon; PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian y Jeffery SCHWARTZ. “Some differences in law and practice between U.K. and U.S. stock purchase agreements”. En *Jones Day Commentary*, 2007, pp. 1 y ss; HARVEY, Tom; SPOONER, Simon y Charlie WEDIN. “Representations and warranties in private M&A”. En *Osborne Clarke*, Corporate Law, UK, 2014.

³⁸⁰ SERFILIPPI, Claude S. “A New York lawyer in London: representations and warranties in acquisitions agreements – what’s the big deal?”. En *Chadbourne & Parke LLP*, United Kingdom, USA, 2012.

otras palabras, los “*reps & warranties*” son un instituto contractual diferente a los *representations* y a los *warranties*, siendo la única similitud la combinación de términos en su nombre. Por los *reps & warranties* se asumen riesgos desconocidos, no surgen obligaciones (como sí podría ocurrir con los *warranties*) y se responde de manera objetiva (y no subjetiva como en el caso del *misrepresentation*). De allí que el incumplimiento de los *reps* desencadene el pago de daños según la cláusula de indemnidad. Así de simple.

Creemos que el hecho de que se siga usando dicha denominación conjunta encuentra respuesta en el respeto a la tradición. La denominación está tan generalizada que cambiarla resultaría complicado, con excepción del caso inglés.

Consideramos que la denominación “*representations & warranties*” puede seguir siendo usada siempre y cuando se conozca las precisiones que estamos haciendo: (i) estamos ante una relación de garantía de fuente convencional, (ii) la sola declaración implica una asunción objetiva del riesgo, (iii) son irrelevantes los factores subjetivos, y (iv) es necesario que se complementen con una cláusula de indemnidad.

3. Entre la firma y el cierre: el MAC como derecho de salida

El periodo entre la firma y el cierre suele ser uno crítico. El cierre solo ocurrirá si se cumplen las condiciones precedentes pactadas. Normalmente se suele requerir la aprobación del acuerdo de fusión o adquisición por parte de los accionistas o la aprobación por la entidad reguladora de la libre competencia, de ser el caso. De igual manera, antes del cierre el vendedor deberá cumplir con determinados *convenants* que garanticen al comprador que la empresa se mantendrá a la fecha de cierre como estaba a la fecha de firma. También se distribuirá el riesgo de ocurrencia de eventos que puedan deteriorar el valor de la compañía. En este último supuesto encontramos a la cláusula MAC.

En el Capítulo Segundo estudiamos al MAC con ocasión de una de sus manifestaciones: como condición precedente. Las partes acuerdan que el comprador podrá salir de la operación sin costo alguno en caso un evento material adverso deteriore el target. Dicho derecho de salida puede otorgarse pactando como condición precedente la ausencia de un MAC al cierre.

Sin embargo, ella no es la única manifestación que puede tener el MAC entre la firma y el cierre. El MAC podrá presentarse también como: (i) un MAC *representation*, y (ii) un calificador de las declaraciones y garantías.

3.1 El MAC *representation*

Un MAC *representation* es una combinación entre la definición de un MAC, una declaración realizada por el vendedor y una condición precedente que deberá cumplirse al cierre. De esta manera, se trata de una condición precedente que tiene como objeto una declaración, la cual tiene a su vez como objeto la ausencia de un MAC³⁸¹.

El vendedor podría declarar que “Since December 31, 2003, no MAC has occurred”. Dado que las declaraciones y garantías deberán permanecer ciertas hasta la fecha de cierre (*bring down of conditions*), la ocurrencia de un MAC desde la fecha pactada hasta la fecha de cierre producirá que la declaración sea falsa, y en consecuencia, que una condición se incumpla. La consecuencia es que el comprador tendrá el derecho a terminar el contrato.

Una redacción más favorable al comprador sería agregar a la declaración “individually or in the aggregate” para que el comprador pueda alegar varios elementos que en conjunto puedan considerarse como un MAC. La redacción podría ser la siguiente: “Since December 31, 2003, no events or circumstances have occurred that constitute, individually or in the aggregate [or collectively], a MAC.”³⁸²

La experiencia americana nos demuestra que es más común pactar el MAC como objeto de una declaración (que a su vez será objeto de una condición) que como objeto de una condición en sí misma. Una diferencia importante que debemos tener en cuenta es la cobertura de ambos tipos de manifestaciones del MAC.

³⁸¹ GILI SALDAÑA, Marian. “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”, *Óp. Cit.*, pp. 8: “Los contratos de compraventa de empresas suelen definir “cambio adverso relevante” en el apartado destinado a las *Definiciones* e incluir las cláusulas MAC propiamente dichas en las listas de manifestaciones y garantías. En ellas, los vendedores garantizan que, desde una determinada fecha, no se han producido cambios adversos relevantes, esto es, acontecimientos, hechos o circunstancias que, individualmente o en su conjunto, afectan o pueden razonablemente afectar, de manera adversa y relevante, a la compañía objetivo y/o a sus filiales, o al negocio, la situación financiera, las operaciones, los activos, los pasivos o las expectativas de ganancias de dicha compañía.”

³⁸² ADAMS, Kenneth A. “A legal-usage analysis of material adverse change provisions”, *Óp. Cit.*, pp. 10.

Cuando estamos ante un MAC como condición precedente, dado que la condición está vigente entre la firma y el cierre, las partes suelen pactar como condición precedente la ausencia de un MAC entre –precisamente- la firma y el cierre. En el contrato celebrado entre Apache y Mariner Energy se pactó las condiciones precedentes a la obligación de comprar el target de la siguiente manera:

“Section 6.2 *Conditions to the Obligations of Parent and Merger Sub*. The obligations of Parent and Merger Sub to effect the Merger are also subject to the satisfaction or waiver by Parent on or prior to the Closing Date of the following conditions: (...)”

La condición f) consistía en la ausencia de un MAC entre la fecha de firma y cierre:

“From the date of this Agreement through the Closing, there shall not have occurred any event, condition, state of facts or development that has had, individually or in the aggregate, a Company Material Adverse Effect, the effects of which are continuing at the Effective Time.”

En el contrato celebrado entre Hexion y Huntsman también se pactó como condición precedente la ausencia de un MAC:

“Absence of Company Material Adverse Effect. There shall not have occurred after the date of this Agreement any event, change, effect or development that has had or is reasonably expected to have, individually or in the aggregate, a Company Material Adverse Effect.”

Por su parte, cuando estamos ante un MAC *representation* las partes pueden asumir el riesgo de ocurrencia de un MAC en un periodo anterior a la firma del contrato. Si el contrato se firma el 01 de enero del 2015, el vendedor podría declarar que ningún MAC ha ocurrido desde el 01 de enero del 2000. Dicha cobertura serviría para el caso de compra de empresas que puedan tener problemas ambientales por actividades realizadas años atrás.

Javelin Pharmaceuticals Inc y Hospira Inc negociaron un contrato al 17 de abril del 2010 (fecha en que fue ingresada a la SEC). A pesar de tal fecha, se pactó como un MAC *representation* la ausencia de un MAC desde el 31 de diciembre del 2008. En efecto, la declaración correspondiente a la Sección 5.08 del contrato señaló lo siguiente:

“Section 5.08 Absence of Certain Changes or Events. Except as disclosed in the Company SEC Reports, since December 31, 2008, the Company has conducted its business in all material respects in the ordinary course and there has not been (a) an event, occurrence, effect or circumstance which, individually or in the aggregate, would reasonably be expected to have a Material Adverse Effect (...)”

Esta sería la principal diferencia entre un MAC como condición precedente y un MAC *representation*: mientras el primero suele cubrir la ocurrencia de un MAC entre la firma y el cierre, el segundo puede otorgar una mayor cobertura al extenderse hasta hechos anteriores a la firma.

Adicionalmente, en términos teóricos, la alegación de un MAC en ambas manifestaciones es distinta (aunque al final ambos otorguen el derecho de salida). Cuando el MAC es una condición precedente, la ocurrencia de un MAC por sí misma implica el incumplimiento de la condición. Por otro lado, cuando el MAC es objeto de una declaración, la ocurrencia de un MAC hace que la declaración sea falsa, y como consecuencia de ello, se incumpla la condición precedente por el cual todas las declaraciones deban permanecer ciertas hasta el cierre.

Por ejemplo, en la Sección 6.2 del contrato celebrado entre Apache y Mariner Energy se pactó como condición al cierre que las declaraciones y garantías en relación al target sean verdaderas tanto a la fecha de firma como a la fecha de cierre:

“ (ii) the representations and warranties of the Company in this Agreement other than those specified in the preceding clause (i) shall be true and correct as of the date of this Agreement and as of the Closing Date as though made on or as of the Closing Date (except to the extent expressly made as of an earlier date, in which case as of such earlier date) (...)”

De esta manera, las partes pueden encontrar en el MAC *representation* un instrumento que otorgue cobertura por eventos desconocidos anteriores a la fecha de firma que puedan generar un MAC.

3.2 El MAC como calificador

Es momento de analizar la otra gran función que puede cumplir la cláusula MAC: como calificador de otras cláusulas contractuales³⁸³. El calificador se usa para limitar el alcance de otras cláusulas del contrato. Un de las cláusulas que puede estar sujeta a dos tipos de calificadores son los *reps & warranties*.

³⁸³ En el presente trabajo solo analizaremos a la cláusula MAC como calificador de las declaraciones y garantías, sin perjuicio de que la misma también pueda ser usada para calificar *covenants* o *events of default*, como es común en los contratos de financiamiento.

Por las declaraciones y garantías el declarante asegura un estado de hecho o derecho en un momento determinado. En caso dicho estado sea falso o inexacto, la contraparte podrá ejercer los remedios que le otorga el contrato, en este caso, un derecho de salida. Existen dos tipos de calificadores que pueden ser usados en favor del vendedor para limitar o extender su responsabilidad frente al comprador, según se haya pactado en el contrato. El primero de ellos es el *knowledge* y es usado en la etapa post cierre³⁸⁴.

Imaginemos un caso en donde el vendedor es el accionista mayoritario. Es dicho accionista quien realiza las declaraciones a nombre propio señalando que *a su conocimiento* (*to his knowledge*) no existen más contingencias que las señaladas en tal anexo. Ante tal situación, ¿debería considerarse el comprador satisfecho con tales declaraciones? El comprador podría pensar que el vendedor –a pesar de ser el accionista mayoritario- no se encuentra en la mejor posición para declarar que la empresa solo tiene tales contingencias. Quienes sí se encuentran en mejor posición para declarar serían los administradores, quienes han sido responsables de tomar las decisiones más importantes en la vida comercial de la empresa objetivo.

La definición del término “*knowledge*” será importante y determinará en qué supuestos el comprador podrá solicitar el pago de daños ante al incumplimiento de las declaraciones y garantías.

Si en la etapa post cierre el comprador tuviera noticia de una contingencia que no fue declarada, ¿podría reclamar el pago de daños al vendedor? Si el vendedor declaró que “según su conocimiento” no existen mayores contingencias que las declaradas y el conocimiento pactado es uno “efectivo”, la existencia de un pasivo no revelado no constituye inmediatamente como incumplimiento de la declaración. En este caso, la declaración está garantizando un estado de cosas pero referido a un conocimiento en concreto: el conocimiento del vendedor.

Si el vendedor se preocupa por calificar sus declaraciones con un “conocimiento efectivo”, esto quiere decir que no responderá legalmente por contingencias no reveladas que estuvieron fuera de su conocimiento. El calificador estaría siendo usado para limitar el ámbito en el cual las declaraciones podrán incumplirse. Este sería el caso más favorable para el vendedor ya

³⁸⁴ AVERY, Daniel y Kyle S. CROSSLEY. “Use of Knowledge Qualifiers for Representations and Warranties”. En *Securities Regulation & Law Report*, The Bureau of National Affairs, 2013, pp. 1 y ss.

que no responderá por aquellas contingencias que no pudo identificar, sin perjuicio de que tal contingencia haya sido conocida por alguien con mayor conocimiento sobre el target, como lo sería la administración. Por ello, no toda falsedad o inexactitud de las declaraciones en los hechos es una falsedad o inexactitud según el contrato.

El comprador podría contrarrestar la inclusión del calificador “*knowledge*” modificando la definición del mismo. El comprador podría exigirle al vendedor que se haga responsable incluso por aquellas contingencias que *debió haber conocido* en su calidad de accionista mayoritario. Ya no estaríamos ante un conocimiento efectivo, sino frente a un conocimiento “imputado”: lo que el vendedor debió haber conocido y no lo que realmente supo. Dicha calificación amplía en favor del comprador las posibilidades de alegar el incumplimiento de los *reps* y ejecutar las indemnidades.

De igual manera, en caso el vendedor sea un accionista sin control, quien realmente tendrá la información y el conocimiento sobre el target será la administración. Dado que el conocimiento del vendedor no es el relevante a efectos de determinar el incumplimiento de las declaraciones y garantías, el comprador negociará que el conocimiento del vendedor incluya el conocimiento de aquellas personas que administran el target. Este es un ejemplo de conocimiento imputado que incluye en la definición del “*knowledge*” el conocimiento de otras personas diferentes al vendedor.

El pacto de un *knowledge* de tal tipo genera los incentivos para que el vendedor se informe a profundidad del pasado de la empresa y converse con la administración para obtener toda la información posible. Si tenemos en cuenta que tanto los accionistas como los administradores se encuentran en mejor posición –en relación al comprador- para conocer la realidad de la empresa, queda claro que el uso de un conocimiento imputado como calificador de los *reps* incentiva al vendedor a revelar la mayor cantidad de información posible para evitar incurrir en responsabilidad. Si el vendedor sabe que está exponiendo su patrimonio por hechos que desconoce pero que son de conocimiento de la administración, entonces tendrá los incentivos para presionar a la administración para que le suministre la verdadera foto de la empresa.

El tipo de conocimiento que se usará para calificar a los *reps* suele ser un punto trascendental en cualquier operación de M&A. Se puede decir que es el primer filtro que deberá superar el comprador para poder solicitar el pago de alguna indemnidad. Para que el comprador pueda

ejecutar las cláusulas de indemnidades, deberá probar el incumplimiento de las declaraciones. Si las declaraciones están calificadas, la falsedad o inexactitud de hecho de las declaraciones no constituirán un incumplimiento según el contrato si no se superan el filtro del *knowledge*.

El comprador preferirá que no se pacte dicho calificador mientras que el vendedor buscará la inclusión del mismo. En caso se incluya un *knowledge* en el contrato, aún faltará determinar el alcance de dicho término (si es efectivo o imputado) y si el mismo incluye o no el conocimiento de otras personas (como puede ser el de los miembros de la administración).

El uso de calificadores también puede presentarse entre la firma y el cierre para determinar si el comprador tendrá el derecho a salir de la operación. En este caso el calificador es el MAC. Si las declaraciones no están calificadas, la simple falsedad o inexactitud de hecho de las declaraciones será un incumplimiento a efectos del contrato que otorgará al comprador la posibilidad de salir de la operación. Sin embargo, el vendedor puede limitar dicho derecho de salida calificando las declaraciones que deberán mantenerse como ciertas hasta la fecha de cierre.

Si el comprador le exige al vendedor que declare que “la Compañía ha cumplido con todas las normas tributarias aplicables”, el vendedor podría calificar dicha declaración y señalar que “la Compañía ha cumplido con todas las normas tributarias aplicables salvo las que no generen un MAC”. De esta manera, se terminan excluyendo a aquellos incumplimientos tributarios que no tienen relevancia, de lo contrario, el comprador podría negarse a cerrar la operación si descubriese la existencia de una deuda tributaria impaga de poca importancia.

Incluso el vendedor podría redactar de manera diferente el calificador para limitar aún más la posibilidad de que el comprador alegue el incumplimiento de los *reps*. La declaración podría decir que “la Compañía ha cumplido con todas las normas tributarias aplicables salvo las que razonablemente no se esperaría que produzcan un MAC”. De esta manera, el vendedor no necesitaría de certeza para defenderse y señalar que un MAC no ocurrirá.

El uso del MAC como calificador de los *reps & warranties* para limitar la posibilidad del comprador de salir de la operación es común en la experiencia comparada. En el contrato entre Apache y Mariner Energy no solo se pactó que las declaraciones sobre el target

deberán ser verdaderas tanto a la fecha de firma como a la fecha de cierre, sino que estarán excluidas aquellas declaraciones que no sean ciertas pero que no generen un MAC:

“(ii) the representations and warranties of the Company in this Agreement other than those specified in the preceding clause (i) shall be true and correct as of the date of this Agreement and as of the Closing Date as though made on or as of the Closing Date (except to the extent expressly made as of an earlier date, in which case as of such earlier date), in each case except where the failure of any such representations and warranties to be so true and correct (without giving effect to any qualification as to materiality or a Company Material Adverse Effect) would not, individually or in the aggregate, have a Company Material Adverse Effect (...)

De la misma manera, en el contrato celebrado entre Hexion y Huntsman se pactó que las declaraciones sobre el target debían ser ciertas al cierre, salvo aquellas que razonablemente no se esperaría que generen un MAC:

“Each of the representations and warranties of the Company set forth in this Agreement shall be true and correct as of the date of this Agreement and as of the Closing Date as though made on and as of the Closing Date (except that, in each case, representations and warranties that speak as of a specified date shall have been true and correct only on such date) except (i) for such failures (other than in respect of the representations and warranties contained in the second, fifth and seventh sentence of Section 3.1(b)) to be true and correct (without regard to qualification or exceptions contained therein as to materiality or Company Material Adverse Effect, except in the case of Section 3.1(f)) that would not be reasonably likely to have, individually or in the aggregate, a Company Material Adverse Effect (...)

Como el comprador tendrá todos los incentivos para exigirle al vendedor la asunción de todos los riesgos derivados de la empresa, el vendedor podrá usar el MAC como un calificador que excluya aquellas falsedades e inexactitudes que siempre ocurrirá pero que no afectarán el contrato de manera significativamente adversa.

Alternativamente, se podría reemplazar al MAC por el término “*material*” o “*materially*”³⁸⁵. Este término es usado comúnmente cuando se señala que las declaraciones y garantías deberán permanecer ciertas y correctas al cierre “*in all material respects*”. Con ello se quiere decir que al cierre solo interesarán aquellos incumplimientos materiales, de manera que los

³⁸⁵ Véase: ADAMS, Kenneth A. “Revisiting Materiality. The ambiguity at the heart of a fundamental contract concept”. En *New York Law Journal*, 16 de Agosto de 2007, pp. 1 y ss. y ADAMS, Kenneth A. “What Does “Material” Mean”. En *The “Downturn” Roadmap: Parsing the Shift in Deal Terms*, Deal Lawyers, Vol. 1, No. 5, 2007, pp. 4 y ss.

incumplimientos inmateriales no podrán ser alegados como un supuesto de incumplimiento de los *reps* que habilite a la contraparte a terminar la operación.

El término “*material*” podría ser usado alternativamente como un calificador de los *reps* que establece un estándar más bajo que el MAC. Por definición, el MAC establece una valla muy alta para poder alegar exitosamente que un evento material adverso ha ocurrido. Una posición más favorable para el comprador sería calificar a los *reps* con el término “*material*” y no con la definición de un MAC. Adicionalmente, el comprador podría definir el término “Material” para evitar ambigüedades. Como ya hemos mencionado, deberá analizarse si vale la pena definir un término ambiguo como el “*material*” o si es eficiente dejarlo como tal.

Al respecto, seamos cautos al momento de agregar el calificador “*in all material respects*”. El MAC como calificador puede ser entendido como un MAC *qualifier* o también como un MAC *bring down*³⁸⁶. Cuando estamos ante un MAC *qualifier*, una declaración es específico estará calificada de tal manera que para que la misma se incumpla deberá probarse la ocurrencia de un MAC. De esta manera, el incumplimiento factual de la declaración no necesariamente será un incumplimiento para el contrato.

Por el contrario, podrían calificarse a todas las declaraciones con un MAC *bring down*, de manera que al cierre todas las declaraciones deberán superar la valla del MAC. En vez de redactar “*in all material respects*” podría redactarse “*in all material adverse respects*”. Esta última redacción sería más favorable para el vendedor.

Esta precisión es importante dado que tenemos que prestar atención al tipo de redacción que se incluye en el contrato. Sin perjuicio de que una declaración en particular se encuentre calificada con un *material* o un MAC, suele ser común que se agregue como condición permanezcan como ciertas y exactas al cierre (*bring down*). Esto se logra con la redacción “*in all material [material adverse] respects*”. Debemos tener cuidado con esta redacción pues si ya tenemos declaraciones individuales que están calificadas (con un *material* o un MAC),

³⁸⁶ REISNER, Carl L.; PAGANO, Gary J. y Joseph ROSE. “Material Adverse Clauses: Practice in an Uncertain World”, *Óp. Cit.*, pp. 1-2: “In practice, the MAE clause is found in a variety of sections of an acquisition agreement and this struggle over the degree of certainty plays out in a number of ways: ... The MAE clause may also affect a “bring down” closing condition that states that the representations and warranties must be true and correct as of the closing. This condition may require that some or all of the representations must be absolutely true and correct “in all material respects” or that they are true and correct except for breaches that would not cause an MAE”.

a través del *bring down* (*material* o MAC) podríamos terminar incurriendo en un caso de doble materialidad (*double materiality*)³⁸⁷ lo cual coloca al comprador en una posición complicada para probar el incumplimiento de alguna declaración (dado que tendría que probar el cumplimiento de dos filtros).

4. Etapa post cierre: el MAC dentro del régimen de responsabilidad del vendedor

4.1 Redactando cláusulas de indemnidades en operaciones complejas

Ante el incumplimiento contractual las partes pueden ejercer los remedios que le otorga el artículo 1219° del Código Civil. Si el acreedor tiene interés en la ejecución tardía de la prestación podrá solicitar la ejecución forzada más el pago de daños por el retraso. Si el acreedor no tiene interés en la ejecución tardía, solicitará la resolución del contrato más el pago de daños por la no ejecución de la prestación.

Si el acreedor quiere tener mayor predictibilidad, podrá pactar una penalidad moratoria o compensatoria por determinado monto. De esta manera el acreedor obtendrá mayor liquidez en el pago de los daños (incluso podría compensar las penalidades) y el deudor sabrá de antemano cuál es el límite de su responsabilidad por el incumplimiento tardío o definitivo de su prestación.

Eventualmente las partes podrán alegar la aplicación del régimen de saneamiento o la anulación del contrato por vicios de la voluntad.

Estas reglas suelen funcionar bien para operaciones modestas, pero no para operaciones complejas como las de Fusiones y Adquisiciones. Uno de los principales aspectos a negociar en un contrato de adquisición es la responsabilidad del vendedor en la etapa post cierre, esto es, cuando el comprador ya adquirió a la compañía objetivo y cuando el vendedor ya está de vacaciones en alguna isla con el dinero cobrado. La responsabilidad del vendedor se encontrará determinada por la regulación contractual sobre la declaraciones y garantías (*reps & warranties*) y las cláusulas de indemnidades (*indemntiy clause*).

³⁸⁷ REISNER, Carl L.; PAGANO, Gary J. y Joseph ROSE. “Material Adverse Clauses: Practice in an Uncertain World”, *Óp Cit.*, pp. 3.

En la etapa post cierre, los *reps* determinarán cuándo el comprador podrá alegar la falsedad o inexactitud de alguna afirmación del vendedor y bajo qué parámetros podrá cobrar los daños producidos. Las cláusulas de indemnidades están destinadas a regular contractualmente los requisitos que deberán presentarse para que un daño ocurrido sea resarcible y cuál será el procedimiento que deberá cumplir el comprador para poder cobrar tales daños.

Las cláusulas de indemnidades permiten que las partes negocien a detalle cuál será el régimen de responsabilidad del vendedor. La existencia de este tipo de cláusulas demuestra que el Código Civil no está hecho para operaciones de Fusiones y Adquisiciones, y demuestran que la principal función de las cláusulas contractuales que se negocian en una operación de M&A es la distribución eficiente de riesgos entre las partes (*risk allocation*).

4.1.1 Desventajas de la cobertura de los remedios tradicionales

Desde la perspectiva del comprador, uno de los principales aspectos que deberá considerarse es a quién se podrá exigir el pago de daños. Dentro de una estructura societaria, una matriz puede ser propietaria de una empresa que domicilia en Nueva York e indirectamente (a través de otra empresa americana o incluso extranjera) controlar a una empresa peruana. La responsabilidad limitada de los accionistas permite reducir los riesgos de invertir en una empresa que realiza actividades económicas riesgosas. Una matriz no necesita ser accionista de una empresa peruana para controlarla. Normalmente la matriz es la mano que sujeta varias empresas títeres que a su vez tienen a otras subsidiarias bajo su control.

Esta realidad, que promueve la inversión en capital y el desarrollo de los mercados financieros, debe ser tomada en cuenta al momento de evaluar la posibilidad de reclamar daños y perjuicios. Si el comprador quiere adquirir una empresa peruana que tiene por encima de ella dos subsidiarias y una holding, el comprador tendrá que asumir el riesgo que la subsidiaria vendedora tenga un patrimonio menor a los daños que el comprador pretenda reclamar (*judgment proof problem*³⁸⁸). En virtud de los remedios tradicionales el comprador

³⁸⁸ SHAVELL, Steven. "Judgment Proof Problem". En *International Review of Law and Economics*, Vol. 6, 1989, pp. 45.

solo podría dirigirse frente a su vendedor (la subsidiaria) pero no contra otra empresa con patrimonio suficiente (como podría ser la matriz). Si el comprador no pudiera levantar el velo o sustentar una teoría por responsabilidad extracontractual, no podrá cobrar todos los daños sufridos.

Las cláusulas de indemnidades podrían otorgar al comprador la posibilidad de accionar frente a una entidad distinta a la contraparte, como podría ser otra empresa que sí tenga el patrimonio suficiente para soportar el pago de daños y perjuicios.

Otra desventaja de los remedios tradicionales es el pago de costas y costos. En un arbitraje, salvo regulación contractual en contrario, el tribunal arbitral podrá decidir la distribución de los costos del arbitraje. El tribunal señalará en su laudo que “las posiciones de ambas partes han sido razonables y por ello cada una asumirá el 50% de los costos arbitrales”. Cada parte asumirá los honorarios de los abogados y los árbitros, y gastos administrativos del Centro de Arbitraje.

Dado que es raro encontrar un convenio arbitral que regule expresamente la distribución de las costas y costos³⁸⁹, la negociación de las cláusulas de indemnidades podría ser una oportunidad para regular que los costos del litigio deberán ser reembolsados a la parte ganadora por concepto de resarcimiento.

Desde la perspectiva del vendedor, el principal aspecto que deberá considerarse es la falta de un límite en la extensión de su responsabilidad. El vendedor no querrá esperar hasta el pronunciamiento de un tribunal para saber si el monto solicitado por el comprador será declarado fundado en todo, en parte o declarado infundado. El pacto de límites suele ser muy útil. La cláusula penal es una alternativa, aunque la misma no otorgue la misma flexibilidad que una cláusula de indemnidad. Las penalidades fijan un monto exacto que deberá pagarse en caso ocurriese un supuesto de hecho determinado (principalmente el incumplimiento de alguna obligación). Por su parte, el pacto de indemnidades permite regular un mayor número de supuestos, como veremos a continuación.

³⁸⁹ Como excepción, en un convenio arbitral se pactó la siguiente distribución de los costos arbitrales: “Los gastos y costos correspondientes al arbitraje serán asumidos por la parte perdedora, incluyendo los honorarios de los árbitros, los honorarios de los asesores legales y cualquier otro costo o gasto derivado de la tramitación de dicho proceso. El laudo arbitral deberá pronunciarse sobre este extremo.”

Lo primero que se deberá tener en cuenta antes de limitar la responsabilidad del vendedor son las prohibiciones de cada ordenamiento jurídico. En el caso peruano, el vendedor responderá hasta los daños previsibles en caso de culpa leve y hasta los daños imprevisibles por culpa grave o dolo (art. 1321° del Código Civil), no serán resarcibles los daños que el demandante pudo evitar (art. 1327° del Código Civil) y es nulo todo pacto que pretenda excluir o limitar la responsabilidad por culpa grave o dolo (art. 1328° del Código Civil). De esta manera, solo se podrá excluir o limitar la responsabilidad por culpa leve.

En el caso americano, dependiendo de la jurisdicción, se suelen admitir las restricciones de responsabilidad por *gross negligence* (culpa grave), pero no por *fraud* (dolo). Es normal que las partes pretendan limitar la extensión de su responsabilidad hasta los daños que las partes pudieron prever y evitar el pago de daños no previsibles (*indirect or consequential damages*). En el derecho americano se ha señalado que para evitar que una corte señale que algún pacto de limitación de responsabilidad es nulo, sería recomendable evitar hablar de culpa grave, dolo o algún tipo de daño y señalar lo siguiente: “Neither party will be liable for breach of contract damages that the breaching party could not reasonably have foreseen on entry into this damages.”³⁹⁰

Otra desventaja adicional eran los largos plazos de prescripción. En el Perú el pago de daños contractuales tiene un plazo de 10 años, mientras que en el derecho de Delaware el plazo es de 3 años. A través de la cláusula de supervivencia de las declaraciones y garantías (*survival clause*), las partes señalaban que el comprador no podrá alegar el incumplimiento de los *reps & warranties* después del plazo de supervivencia (que normalmente es de 1 a 2 años posteriores al cierre), sin perjuicio de las declaraciones fundamentales que se pactan con plazo indefinido. Sin embargo, dichas cláusulas han sido cuestionadas en sede judicial como una reducción contractual del plazo de prescripción establecido por la ley.

En el caso *GRT v. Marathon GTF Technology Ltd.*³⁹¹, la Corte de Delaware señaló que un plazo de supervivencia de las declaraciones era una cláusula que reducía el plazo de prescripción. La cláusula señalaba que "representations and warranties ... will survive for

³⁹⁰ ADAMS, Kenneth A. “Excluding Consequential Damages Is A Bad Idea”. En *Adams on Contract Drafting*, 15 de febrero de 2010.

³⁹¹ No. 5571-CS (Del. Ch. July 11, 2011).

twelve (12) months after the Closing Date, and will thereafter terminate, together with any associated right of indemnification ... or the remedies provided ...". Los demandantes señalaron que la cláusula debería interpretarse como una que limitaba el plazo para que el incumplimiento de una declaración pudiera ocurrir y no como una reducción del plazo de prescripción (*statute of limitation*). Sin embargo, Vice Cancellor STRINE rechazó dicho argumento y señaló que “the contract plainly shortened the three-year statute of limitations applicable to breach of contract claims to one year” y que “the parties’ intention to make indisputable clear... that the Survival Clause was intended to establish the statute of limitations for claims alleging breach of the [representations and warranties].”

Al respecto, se ha recomendado redactar las cláusulas de supervivencia de tal manera que no haga referencia a una reducción del periodo de prescripción con el fin de evitar que una corte declare nulo tal pacto³⁹². En el caso *Hurlbut v. Christiano*³⁹³, la Corte señaló que la siguiente cláusula de supervivencia no era un pacto contractual para reducir el plazo de prescripción: “The parties hereto further agree that the representations and warranties set forth in Sections 4.01(d) and 4.03(g) of the Purchase Agreement between then dated February 29, 1972 shall survive the closing for a period of (3) years”. La corte señaló que “[t]he language of the agreement is clear and unambiguous and suggests nothing from which a shortened period of limitations can be inferred”.

Nosotros consideramos que una cláusula de supervivencia no tiene la misión de definir un plazo en el cual pueda alegarse que una declaración ha sido incumplida, sino evitar cualquier pretensión del comprador frente al vendedor que le permita cobrar los daños derivados de tal incumplimiento después del plazo de supervivencia. En otras palabras, las cláusulas de supervivencia de las declaraciones y garantías tienen sentido cuando vencidas las mismas, se extingue cualquier responsabilidad del vendedor frente el comprador. En efecto, para evitar confusiones, CARRASCO PERERA señala que:

³⁹² LABARGE, Jeffrey H. “They don’t call it a survival clause for nothing; poor contract drafting can make your chances of obtaining a legal remedy as good as dead”. En *Nixon Peabody Attorneys at Law, M&A Advisor*, Developments in mergers and acquisitions law, 7 de septiembre de 2011: “Whether or not a Survival Clause acts as a statute of limitations depends upon its wording and the law applicable to the contract.”

³⁹³ 405 N.Y.S 2d. 871, 873 (App. Div., 4th Dep’t, 1978).

“... es conveniente que la cláusula de limitación se formule como una cláusula de extinción de responsabilidad en cuanto tales. Es decir, las partes deberán acordar que a partir de determinada fecha se extinguirá toda la responsabilidad que el vendedor pueda haber contraído con motivo de tales Manifestaciones, salvo respecto de las reclamaciones que ya hayan sido arbitral o judicialmente ejercidas. Este plazo actuará al mismo tiempo como plazo de aparición de la contingencia y como plazo de reclamación de la correspondiente responsabilidad.”³⁹⁴

Creemos que una cláusula de supervivencia en un ordenamiento civilista como el peruano sería –equivocadamente– considerada por los tribunales nacionales como una reducción contractual al plazo de prescripción, y en consecuencia, declarada nula. Recordemos que el Código Civil señala que los plazos de prescripción y de caducidad solo se establecen por ley y no por pacto entre las partes (artículos 2000^{o395} y 2004^{o396}). A su vez, en la Exposición de Motivos del Código Civil se señaló que:

“El fundamento del plazo de prescripción es de orden público, porque es de interés de la sociedad poner un final a las situaciones latentes y pendientes de resolución... La seguridad jurídica es el fundamento de los plazos de prescripción, porque de permitir la oposición al ejercicio de una acción que haya prescrito, las situaciones quedan cerradas que de otra manera quedarían abiertas para siempre.”

Finalmente, otra desventaja de no pactar indemnidades en favor del vendedor es la no posibilidad de evitar comportamientos estratégicos del comprador. A través de una cláusula de indemnidad, el vendedor podría pactar que solo se podrán reclamar por daños montos importantes y no montos de escasa importancia, y que el comprador solo podrá realizar un número limitado de reclamaciones. De esta manera, el vendedor evitará que el comprador constantemente le notifique para cobrarle daños menores. Discutir en sede arbitral los reclamos realizados no se justificarían cuando los daños son pequeños, de manera que el vendedor podría verse forzado a aceptar los reclamos estratégicos del comprador y a realizar dichos pagos aunque carezcan de fundamento.

³⁹⁴ CARRASCO PERERA, Ángel. “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”, *Óp. Cit.*, pp. 345.

³⁹⁵ Artículo 2000.- Sólo la ley puede fijar los plazos de prescripción.

³⁹⁶ Artículo 2004.- Los plazos de caducidad los fija la ley, sin admitir pacto contrario.

4.1.2 Limitaciones al monto de la indemnización y plazo de prescripción

Uno de los aspectos importantes a efectos de comprender cómo el MAC sirve como calificador de las declaraciones y garantías en una etapa post cierre, es comprender la función de los umbrales (*threshold*), los deducibles (*deductibles*) y los límites (*cap*).

El vendedor podría preocuparse de pactar pisos y techos a los montos que el comprador le pueda reclamar. Podría pactarse que el comprador solo podrá reclamar los daños que superen un determinado umbral (*threshold*). Si se pacta un umbral de \$50.000, no serán resarcibles los daños inferiores a tal monto. Solo si los daños superan dicho monto, el comprador podrá cobrar los daños completos. En este caso se estaría cobrando los daños desde el primer dólar. Sin embargo, podría pactarse que el comprador solo podrá cobrar los daños que excedan al umbral pactado (*deductibles*). En tal caso, el comprador no podrá reclamar daños menores a \$50.000, y en caso sufra un daño por \$80.000, solo podrá cobrar el exceso de \$30.000.

También se podría pactar un techo que limite la extensión de los daños que podría recuperar el comprador (*cap*). Los umbrales, los deducibles y los límites pueden ir juntos en una serie de combinaciones que dependerá de la operación y las necesidades de las partes. Podría pactarse un *deductible* de \$50.000 con un *cap* de \$200.000, por el cual, el comprador no podrá cobrar por daños menores a \$50.000 y una vez alcanzado ese umbral solo podrá cobrar por el exceso del mismo hasta un límite de \$200.000.

De acuerdo a lo mencionado hasta este momento, podemos identificar dos obstáculos legales del ordenamiento jurídico peruano que podrían impedir la regulación de la responsabilidad del vendedor como suele pactarse en la experiencia americana: (i) la nulidad de las cláusulas que reduzcan el plazo de prescripción (artículo 2000° del Código Civil), y (ii) la nulidad de las cláusulas que excluyan o limiten la responsabilidad por culpa grave o dolo (artículo 1328° del Código Civil).

Nosotros consideramos que dichas normas no son aplicables a las declaraciones y garantías si tenemos en cuenta que las mismas consisten en una relación de garantía de fuente convencional, que por definición, al tratarse de una asunción objetiva de riesgos, se encuentra fuera del ámbito de aplicación de la responsabilidad contractual. Nos explicamos.

En relación a la no aplicación del artículo 2000° del Código Civil, por la relaciones de

garantía, desde que se firma el contrato, el declarante asume un riesgo a cambio de una contraprestación. El riesgo permanecerá sobre los hombros del declarante durante la vigencia del contrato. Dicha etapa se conoce como la etapa fisiológica o etapa de normalidad del contrato. Durante esta etapa no se aplica el régimen de responsabilidad contractual mientras el riesgo no se materialice. ¿Podría ocurrir algún incumplimiento que desencadene el régimen de responsabilidad contractual si desde la fecha de firma el declarante está asumiendo el riesgo? La respuesta es negativa.

Piénsese en un contrato de seguro. Desde la firma del contrato, el asegurador soportará el riesgo del siniestro. Legalmente dicho riesgo ya no es soportado por el asegurado. No hay nada que se pueda incumplir (desde la perspectiva del asegurador) mientras el riesgo no se materialice desde que –y acá está la clave- *no estamos ante un plazo de cumplimiento del contrato*. Contractualmente, durante la etapa fisiológica, el asegurador está asumiendo de pleno derecho el riesgo durante la vigencia del contrato. Quien sí podría incumplir el contrato es el asegurado si no paga las primas en el modo y tiempo pactado. Pero desde la perspectiva del asegurador, él está legalmente soportando el riesgo del siniestro, y en consecuencia, no podría incumplir el contrato. Ello se debe a que estamos ante una asunción objetiva de riesgos.

Donde sí podría incumplir el asegurador es si después de ocurrido el siniestro, no paga la indemnización en favor del asegurado en el modo y tiempo pactado en el contrato de seguro. Recién en ese momento podrá aplicarse la responsabilidad por inexecución de obligaciones si el asegurador no cumple con ejecutar la obligación de indemnizar surgida con ocasión del siniestro.

La naturaleza de las relaciones de garantía, en donde una parte asume un riesgo y promete pagar la indemnización pactada en caso el riesgo se concrete, excluye la aplicación de la responsabilidad contractual mientras el declarante esté asumiendo el riesgo, porque no hay posibilidad de incumplimiento al no haber un plazo de cumplimiento.

Las declaraciones y garantías otorgan una cobertura contra riesgos, tal y como lo hace un contrato de seguro. En ambos casos, el vendedor o el asegurador aceptan asumir el riesgo de ocurrencia de una contingencia o pasivo oculto a cambio de una contraprestación (un mayor precio o una prima), siendo que en caso el evento temido ocurriese, el vendedor o el

asegurador pagará a su contraparte la indemnización pactada, la cual estará determinada por las cláusulas de indemnidades en el caso del vendedor.

Si entendemos lo mencionado, es fácil concluir que mientras el riesgo se asume, no se devenga el plazo de prescripción porque no hay incumplimiento. Solo se devengará el plazo de prescripción en caso se materialice el riesgo, surga la obligación de indemnizar y el asegurador no pague en el modo y tiempo pactado. La extensión de la vigencia de los *reps & warranties* a través del *survival clause* no es sino una extensión de la cobertura, y por ende, no puede ser considerada como un pacto convencional por el cual se reduce el plazo de prescripción.

En conclusión, entender a los *reps & warranties* como una relación de garantía (asunción objetiva de riesgos) permite defender con claridad la validez del *survival clause* en el Civil Law.

Por otro lado, y en relación a la no aplicación del artículo 1328° del Código Civil, podemos mencionar una razón más directa y tal vez más reveladora respecto a la cuantificación de la indemnización que deberá pagar el asegurador en favor del asegurado en caso de la materialización del siniestro. El monto máximo que estará dispuesto a indemnizar el asegurador dependerá del interés, el riesgo asegurable y la prima que se pague. En otras palabras, la indemnización se determina por criterios ajenos a la responsabilidad contractual.

Ello ocurre tanto en el contrato de seguro, en el contrato de hecho de tercero como en el caso de las declaraciones y garantías, siendo que en este último caso, el interés asegurable está relacionado al target y el riesgo asegurable a los pasivos ocultos.

El pacto de indemnidades no vulnera lo dispuesto por el artículo 1328° simplemente porque el mismo no se aplica³⁹⁷. El dolo o culpa grave del asegurado no tiene incidencia en la cuantificación de la indemnización que deberá pagar el vendedor como asegurador.

La estructura contractual de los *reps & warranties* excluye la aplicación del régimen de

³⁹⁷ PAYET PUCCIO, Juan Antonio. “Reflexiones sobre el Contrato de Compraventa de Empresa y la Responsabilidad del Vendedor.”, *Op. Cit.*, pp. 110: “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 inexecución de una obligación, sino de una garantía contractual.”

responsabilidad contractual. Al estar fuera del ámbito de aplicación del artículo 1328° del Código Civil, las partes podrían pactar libremente las exclusiones y límites que deseen a la responsabilidad del vendedor-asegurador. Dicha norma no se aplicaría por el simple hecho de que todo el sistema de responsabilidad contractual no es aplicable durante la asunción del riesgo. Solo piense en lo absurdo que sería exigirles a los aseguradores que determinen la indemnización que deberán pagar a los asegurados en base a la culpa grave o dolo de éste.

La indemnización es pactada libremente por las partes según el riesgo que se tenga que asumir y la prima que se pague. La indemnización será mayor si la prima pagada es mayor. Si el comprador ofrece un mayor precio, el vendedor ofrecerá mayor cobertura y la posibilidad de recobrar daños mayores. Esto se encuentra fuera del ámbito de la responsabilidad contractual –precisamente porque no hay responsabilidad-, y en consecuencia, no se aplica el artículo 1328° del Código Civil.

En donde sí es relevante el dolo y culpa grave es cuando el asegurado produce que el riesgo se materialice para que el asegurador pague la indemnización. En tales casos, el asegurador puede excusarse del pago de la indemnización si prueba que el asegurado provocó el siniestro por culpa grave o dolo. Pero como vemos, este es un tema totalmente diferente a la cuantificación de la indemnización.

Como vemos, la gran ventaja de entender a las declaraciones y garantías como una relación de garantía de fuente convencional es que los contratos de M&A sujetos a ley peruana podrán funcionar como lo hacen en el derecho americano e incluso mucho mejor. Las partes podrían pactar contratos de M&A sujetos a ley peruana con pactos de supervivencia que desconozcan totalmente el plazo de prescripción de diez años por responsabilidad contractual y las limitaciones por culpa grave y dolo en sede contractual.

4.2 El MAC como calificador

En este contexto, es fácil explicar cómo funciona el MAC cuando es pactado como un calificador que determinará la responsabilidad post cierre del vendedor. El vendedor podría negociar que solo responderá por aquellas contingencias que generen un MAC, excluyendo el resarcimiento de aquellos daños que no generen un cambio material adverso. Claramente

esta sería una regulación más beneficiosa para el vendedor al calificar al daño resarcible con un MAC.

Es raro encontrar al MAC como calificador de la responsabilidad del vendedor por la alta valla que impone al comprador para el cobro de daños. Lo más común es el empleo de umbrales, deducibles y límites como calificadores de la responsabilidad del vendedor. Teniendo en cuenta que la prohibición del artículo 1328° del Código Civil no se aplica al pago de los daños por incumplimiento de *reps & warranties*, el vendedor podría negociar pisos y techos que le sean favorables y que determinen con certeza cuándo surgirá un daño resarcible. Ello hace difícil que un comprador acepte la inclusión de un calificador ambiguo como lo es un MAC.

Cabe precisar que el uso de pisos y techos, y el MAC son excluyentes. No tendría sentido calificar el pago de daños con un MAC si los mismos ya tienen una regulación de pisos y techos, de lo contrario, podríamos terminar incurriendo en un supuesto de doble materialidad³⁹⁸. El mejor escenario –aunque no usual– para el vendedor sería la inclusión del MAC. El siguiente mejor escenario sería el pacto de deducibles (que impida al comprador el cobro de daños desde el primer dólar y solo por el exceso del umbral) y un techo lo más cercano a tal deducible.

Finalmente, en ausencia de pisos o techos las partes podrían utilizar otro calificador similar al MAC como lo es el término “*material*” o “*materially*”. Aunque en la práctica suele equipararse el MAC con el “*material*”, creemos que el primero impone un estándar más alto que el segundo. El MAC necesita de una definición que defina al menos su ámbito de aplicación. Por su parte, el “*material*” no suele encontrarse definido y se usa como un calificador de importancia. El vendedor podría declarar que no existen inexactitudes materiales en determinado documento para calificar que a efectos de alegar el incumplimiento de dicha declaración no podrán tomarse en cuenta las inexactitudes no materiales.

Es recomendable que las partes tengan cuidado al momento de usar estos calificadores. Si se

³⁹⁸ REISNER, Carl L.; PAGANO, Gary J. y Joseph ROSE. “Material Adverse Clauses: Practice in an Uncertain World”, *Óp. Cit.*, pp. 3

está usando el MAC como calificador podría ser confuso usar a la misma vez el término “*material*”. El uso de ambos a la vez podría generar un supuesto de doble filtro o doble materialidad en perjuicio del comprador.

4.3. EL MAC representation

El MAC *representation* también podría usarse después del cierre a través de una cláusula de supervivencia para determinar la responsabilidad del vendedor. Aunque esta manifestación no es común, nada impide que las partes puedan incluirlo en su programa contractual en caso lo necesiten.

El pacto de un *survival clause* tendría como efecto que la cobertura de las declaraciones y garantías se extienda por determinado tiempo después del cierre. ¿Cuál sería la utilidad de extender la cobertura de las declaraciones frente a la ausencia de un MAC? Claramente después del cierre el comprador no podría alegar la ocurrencia de un MAC para salir de una operación que ya se cerró. Sin embargo podría ser usado como una excepción a los límites que se hayan pactado a la responsabilidad del vendedor.

Habíamos señalado que el uso de pisos y techos, y del MAC como calificador son excluyentes: no tendría sentido que se pacte un MAC allí donde las partes han pactado umbrales, deducibles y límites. Por el contrario, sí tendría sentido que un MAC *representation* se pacte dentro del régimen de responsabilidad del vendedor como excepción al *cap* pactado. El comprador podría señalar que la responsabilidad del vendedor se limitará a los montos pactados, salvo que un MAC ocurra, lo cual habilitaría al comprador a solicitar el pago de daños mayores sin límite.

Esta alternativa permitirá al comprador solicitar daños por encima del *cap* pactado en caso algún cambio, efecto, evento, acontecimiento, circunstancia produzca un efecto material adverso en el negocio, activos, pasivos, resultados de operaciones o la situación financiera o similar de la Compañía. La ocurrencia de un acontecimiento tan grave justificaría que el comprador pueda solicitar daños mayores.

Si queremos pensar en términos civiles, el MAC sería como un pacto de daño ulterior que permite pedir daños mayores a la penalidad pactada. Cuando se liquidan daños en una

penalidad, la responsabilidad del vendedor se limita al monto pactado salvo que se haya pactado el resarcimiento del daño ulterior. Dicho pacto permite al comprador cobrar la penalidad pactada y demandar el pago de los daños mayores en la vía ordinaria. En operaciones de M&A, el comprador solo podría pedir daños hasta el *cap* pactado, salvo que las partes acuerden que la ocurrencia de un MAC habilitará al comprador a solicitar daños mayores. En tal supuesto, será necesario regular cómo se cobrarán esos daños mayores. Planteado de esta manera, el pacto de un MAC *representation* en una etapa post cierre sería muy útil para que el comprador pueda cobrar daños derivados de eventos desconocidos.

5. Conclusiones

El presente capítulo ha tenido como objetivo explicar las demás manifestaciones de la cláusula MAC relacionadas con las declaraciones y garantías. Para ello, ha sido necesario explicar en qué consisten las declaraciones y garantías y las cláusulas de indemnidades.

En virtud a lo señalado, las conclusiones del presente capítulo son las siguientes:

- a) Los *reps & warranties* son declaraciones, predicciones o creencias sobre hechos pasados, presentes o futuros relacionados al target. Dichas afirmaciones tiene como efecto legal hacer que el declarante asuma el riesgo de la falsedad o inexactitud de lo afirmado. Por ello, se trata de una responsabilidad objetiva por el cual se asume el riesgo de pasivos ocultos y contingencias.
- b) Los remedios ante el incumplimiento de los *reps* podrán ser la terminación del contrato o el pago de daños, lo cual dependerá de la etapa del *deal* (firma-cierre o post cierre, respectivamente).
- c) La existencia de pólizas de seguros contra el incumplimiento de las declaraciones y garantías demuestra que la utilidad de los *reps* se encuentra en la asignación eficiente de riesgos desconocidos por las partes.
- d) En el Civil Law, las declaraciones y garantías pertenecen a la categoría de las relaciones de garantía, al igual que el contrato de promesa de hecho de tercero y el contrato de seguro. A diferencia de los contratos mencionados que tienen fuente legal, los *reps & warranties* son una relación de garantía de fuente convencional. Por ello,

- al no tener una regla supletoria que señale cuál será el remedio ante su incumplimiento, deberán pactarse las cláusulas de indemnidades correspondientes.
- e) La calificación de los *reps* como una relación de garantía explica por qué las prohibiciones de los artículos 1328° y 2000° del Código Civil peruano no serían aplicables. De esta manera, no hay obstáculos legales para pactar pisos o techos en las cláusulas de indemnidades ni restricción para el pacto de cláusulas de supervivencia.
- f) Entre la firma y el cierre el MAC puede pactarse como un derecho de salida de la siguiente manera:
- i. Como un MAC *representation*, el cual es una combinación de una definición del MAC, un *rep* y una condición precedente. Su principal característica es que puede dar cobertura a eventos anteriores a la firma del contrato.
 - ii. Como un calificador, por el cual, se califican las declaraciones con un MAC y se limita el ámbito de incumplimiento de las declaraciones al excluir incumplimiento no materiales adversos.
- g) En la etapa post cierre el MAC puede pactarse dentro del régimen de responsabilidad del vendedor de la siguiente manera:
- i. Como un calificador, por el cual el comprador solo podrá solicitar daños cuando el incumplimiento de una declaración constituya un MAC. Esta opción es alternativa y excluyente a los umbrales, deducibles y límites que se pactan en las cláusulas de indemnidades.
 - ii. Como un MAC *representation*, por el cual, a pesar de los pisos y techos pactados, los límites a la responsabilidad del vendedor no aplicarán cuando un MAC ocurra después del cierre durante el plazo de supervivencia de los *reps & warranties*.

Capítulo V

Reflexiones finales





Reflexiones finales

Nuestra principal preocupación al momento de realizar esta investigación fue tener que concluir que la cláusula MAC no podría ser pactada en el ordenamiento peruano, o en todo caso, si pudiera pactarse, que no funcionaría como lo hace en la experiencia americana.

Esta preocupación se justificó en la falta de jurisprudencia y doctrina respecto al programa contractual típico que caracteriza a las operaciones corporativas y financieras. Muchas cláusulas anglosajonas suelen ser pactadas en las transacciones más importantes del país sin tener en cuenta su compatibilidad con el derecho peruano. Estos trasplantes legales han demostrado ser muy útiles en comparación a los pactos supletorios regulados en un Código Civil peruano, el cual no está pensado ni hecho para operaciones en donde lo más importante es la distribución eficiente de riesgos y no el surgimiento de obligaciones. Dicha utilidad práctica pasaría a segundo plano si el derecho vigente no estuviera preparado para su recepción.

En nuestro caso en concreto, podemos concluir que todas las manifestaciones del MAC pueden pactarse en el derecho peruano sin complicación alguna, sea como un derecho de salida o un derecho para el cobro de las indemnidades.

Uno de los aspectos más interesantes del MAC es su relación con otras cláusulas contractuales importantes como las *conditions precedent* y los *reps & warranties*. Un trabajo completo sobre las manifestaciones de la cláusula MAC no solo implicaba desarrollar cómo funcionan dichas cláusulas en el derecho americano, sino también como funcionarían en un sistema del Civil Law como el derecho peruano. Por ello, tanto el MAC como las *conditions precedent* y los *reps & warranties* tuvieron que pasar la prueba de homologación frente al derecho peruano. El presente trabajo es un aporte a una doctrina peruana que no se ha preocupado por discutir estos temas.

La necesidad de dicho contraste entre Civil Law y Common Law es necesario desde que no todos los contratos de M&A que se celebren en el Perú se someterán a una ley americana. Muchos contratos se someterán a ley peruana y deberán tener en cuenta las normas supletorias e imperativas del derecho peruano, principalmente las reguladas en el Código Civil. Por ello, en su momento considerábamos insuficiente limitarnos solo a explicar cómo

funcionan las cláusulas típicas de una operación de M&A en el derecho americano. Era necesario latinoamericanizar aquellas cláusulas contractuales. Dicho proceso ha permitido identificar ciertos obstáculos legales y sus respectivas soluciones.

Por un lado, hemos señalado que el artículo 172° del Código Civil no es aplicable a las *conditions precedent* porque las mismas no consisten en condiciones meramente potestativas. Por otro lado, hemos demostrado que pensar en los *reps & warranties* como una relación de garantía –como si se tratasen de un contrato de seguro- permite explicar con facilidad la no aplicación de los artículos 1328° y 2000° del Código Civil, y en consecuencia, reafirmar la completa validez del pacto de límites a la responsabilidad del vendedor y de la cláusula de supervivencia de las declaraciones y garantías.

Entre otras cosas, esta discusión previa fue importante para introducirnos a las manifestaciones del MAC. Hubiera sido negligente hablar de la relación del MAC con las *conditions precedent* y los *reps & warranties* sin previamente haber verificado si estas cláusulas tendrían validez en el derecho peruano de manera independiente.

Este desarrollo previo nos permitió concluir que el MAC puede tener 5 manifestaciones, dependiendo de su ubicación y utilidad dentro de *deal*. Cuando estemos entre la firma y el cierre, el MAC podrá pactarse como un derecho de salida que habilite a una de las partes (dependiente de la operación) a retirarse de la operación a bajo costo (esto es, sin pagar un *fee*): (1) cuando se pacte la ausencia de un MAC como condición precedente, (2) cuando se pacte una condición precedente que tenga como objeto una declaración mediante el cual se garantice la ausencia de un MAC desde determinada fecha, o (3) como un calificador de las declaraciones y garantías.

Cuando estemos en la etapa post cierre, el MAC podrá pactarse dentro del régimen contractual de la responsabilidad del vendedor e incidirá en el monto de los daños a pagarse de la siguiente manera: (3) cuando el MAC se pacte como un calificador que determine cuándo el incumplimiento de una declaración activará el pago de daños (ante la ausencia de pisos y techos), o (4) cuando el MAC se pacte como una excepción al pacto de un límite.

En todas las manifestaciones mencionadas, el MAC deberá empezar con una definición, la cual suele ser general, ambigua y circular, y a la misma vez, compleja y altamente negociada. Dicha definición suele incluir un *field of change*, *carve outs* y *carve outs* a los *carve outs*.

La función del MAC es capturar aquellos eventos desconocidos por las partes y que generen un gran impacto en la economía subyacente al contrato. Por ello, la definición del MAC no puede ser específica. Si bien una cláusula general como el MAC incrementa los costos de un eventual litigio, aunque parezca contra intuitivo, dichos costos son eficientes porque incentivan a las partes a renegociar el *deal* (que por su naturaleza es incompleto), sea a través de la reducción del precio o la reconversión del *deal*. Las partes son las que mejor conocen la operación y son quienes pueden solucionar sus problemas a menor costo sin tener que acudir a los tribunales. En cierta manera, el alto estándar impuesto por los tribunales para amparar la alegación de un MAC –como se ha demostrado en la jurisprudencia de la Corte de Delaware, considerado el tribunal más especializado del mundo en operaciones corporativas y financieras- y la incertidumbre de saber si un MAC ha ocurrido o no, evita que las partes dejen la suerte del contrato a un tercero. En otras palabras, el MAC genera los incentivos adecuados para que las partes no terminen su relación corporativa.

Nadie se hubiera imaginado que una cláusula tan simple -a primera vista- como el MAC fuera el gran protagonista de muchos litigios que surgieron con ocasión de las tormentas financieras. Si bien el MAC fue objeto de pronunciamientos por parte de tribunales cuando dicha cláusula fue usada como una excusa para rengarse justificadamente a cerrar la operación, hemos demostrado que la misma puede también pactarse como un criterio más a tener en cuenta cuando se determina la responsabilidad post cierre del vendedor. Y más interesante, sea que el MAC se pacte como un derecho de salida o como un derecho a pedir daños, la misma podrá ser pactada tanto en favor del comprador como en favor del vendedor. No quedan dudas que la cláusula MAC es uno de los pactos más complicados e interesantes que se pueda negociar en el contexto de operaciones de M&A.

Habiendo demostrado lo importante y útil que puede ser la cláusula MAC, esperamos que su uso aumente cualitativa y cuantitativamente en el mercado peruano de M&A. La gran utilidad que tiene esta cláusula sofisticada debería apetecer a todo abogado corporativo a ordenar un Big MAC para su transacción.



BIBLIOGRAFÍA

AAVA, Ott
2010

“Risk Allocation Mechanisms in Merger and Acquisition Agreements”. En *Helsinki Law Review*, Vol. 2, pp. 31-59.

AMERICAN BAR ASSOCIATION
2007

“Private Equity Buyer/Public Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study”. A Project of the Mergers & Acquisitions Market Trends Subcommittee (In Association with the Private Equity M&A Subcommittee) of the Committee on Negotiated Acquisitions of the American Bar Association’s Section of Business Law, pp. 1-52.

2008

“Strategic Buyer/Public Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study (For Transactions Announced in 2007)”. A Project of the Mergers & Acquisitions Market Trends Subcommittee of the Committee on Negotiated Acquisitions of the American Bar Association’s Section of Business Law, pp. 1-80.

ADAMS, Kenneth A.
2004

“A legal-usage analysis of material adverse change provisions”. En *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol. X, pp. 9-53.

2005

“A lesson in drafting contracts. What’s up with 'representations and warranties'?”. En *American Bar Association Business Law Section*, Vol. 15, No. 2, pp. 1-3.

2006

“Understanding “Material Adverse Change” Provisions”. En *M&A Lawyer*, Vol. 10, No. 6, pp. 3-10.

2007, 16 de agosto

“Revisiting Materiality. The ambiguity at the heart of a fundamental contract concept”. En *New York Law Journal*, pp. 1-3

2007

“What Does “Material” Mean”. En *Deal Lawyers*, Vol. 1, No. 5, pp. 4-6.

2010, 15 de febrero

“Excluding Consequential Damages Is A Bad Idea”. En *Adams on Contract Drafting*.

2015

“Eliminating the Phrase *Represents and Warrants* from Contracts”. En *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, Vol. 16, pp. 203-229.

AFSHARIPOUR, Afra
2010

“Transforming the Allocation of Deal Risk Through Reverse Termination Fees”. En *Vanderbilt Law Review*, Vol. 63, No. 5, pp. 1161-1240.

AKERLOF, George
1970

“The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, pp. 488-500.

- AKERLOF, George A. y Robert J. SHILLER**
2009 *Animal Spirits. How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism.* Princeton: Princeton University Press.
- 2015 *Phishing for Phools. The Economics of Manipulation and Deception.* Princeton: Princeton University Press
- ALEXANDER, Janet Cooper**
1992 “Unlimited Shareholder Liability Through a Procedural Lens”. En *Harvard Law Review*, Vol. 106, No. 2, 1992, pp. 387-445.
- ÁLVAREZ ARJONA, José María**
2004 “La adquisición de empresas como de negociación”. En ÁLVAREZ ARJONA, José María y Ángel CARRASCO PERERA. *Adquisiciones de empresas.* Madrid: Arazandi, 2004, pp. 54-86.
- 2004 “Elementos Comunes y la Estrategia del Cierre”. En ÁLVAREZ ARJONA, José María y Ángel CARRASCO PERERA. *Adquisiciones de empresas.* Madrid: Arazandi, 2004, pp. 55-121.
- AMIEL RODRÍGUEZ-CARPI, Sergio**
2015 “Consideraciones prácticas respecto al régimen de indemnización en el marco de una compraventa de acciones”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones.* Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, pp. 117-141.
- ARIELY, Daniel y Klaus WERTENBROCH**
2002 “Procrastination, Deadlines, and Performance: Self-Control by Precommitment”. En *Psychological Science*, Vol. 13, No.3, pp. 219-224.
- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN**
2009 “What is Corporate Law?”. En *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Second Edition. Oxford: Oxford University Press, pp. 1-34.
- 2009 “Agency Problems and Legal Strategies”. En *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Second Edition. Oxford: Oxford University Press, pp. 35-53.
- ASHTON, Katherine; HILL, Jeremy G.; RINKER, Kevin A. y Dmitriy A. TARTAKOVSKIY**
2013 “MAC Clauses in the UK and U.S.: Much Ado about Nothing”. En *Debevoise & Plimpton*, Vol. 13, No. 4, pp. 1-8.
- AVERY, Daniel y Kyle S. CROSSLEY**
2013 “Use of Knowledge Qualifiers for Representations and Warranties”. En *Securities Regulation & Law Report*, The Bureau of National Affairs, pp. 1-3
- AVERY, Daniel y Daniel H. WEINTRAUB**
2011 “Trends in M&A Provisions: Disclosure Schedule Updating”. En *Bloomberg Finance*, pp. 1-3.

- AYRES, Ian**
1991 “Back to basics: Regulating how corporations speak to the markets”. En *Virginia Law Review*, Vol. 77:945, pp. 945-999.
- 1992 “Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel”. En *The University of Chicago Law Review*, Vol. 59, pp. 1391-1420.
- AYRES, Ian y Robert GERTNER**
1987 “Filling gaps in incomplete contracts: An economic theory of default rules”. En *Yale Law Journal*, Vol. 99, pp. 89-130.
- AYRES, Ian y Steven D. LEVITT**
1998 “Measuring Positive Externalities from Unobservable Victim Precaution: An Empirical Analysis of Lojack”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 1, pp. 43-77.
- BAINBRIDGE, Stephen M.**
2000 “Abolishing Veil Piercing”. En *Harvard Law School*, pp. 1-72.
- 2002 *Corporate Law and Economics*. Foundation Press.
- BARBERIS, Nicholas y Richard THALER**
2003 “A Survey of Behavioral Finance”. Chapter 18. En CONSTANTINIDES, George; HARRIS, Milton y René STULZ. *Handbook of the Economics of Finance*. Volume I, Part B. Amsterdam: Elsevier B.V., 2003, pp. 1051-1121.
- BARON, David P.**
1983 “Tender Offers and Management Resistance”. En *The Journal of Finance*, Vol. XXXVIII, No. 2, pp. 331-343.
- BATTISTA FERRI, Giovanni**
2003 “De la cláusula “*rebus sic stantibus*” a la resolución por excesiva onerosidad de la prestación”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, pp. 1013-1049.
- BBC NEWS**
2003, 2 de diciembre “Rum remark wins Rumsfeld an award”. En *BBC News*.
- 2007, 30 de noviembre “What we know about 'unknown unknowns'”. En *BBC News*.
- BEBCHUK, Lucian A.**
1982 “The Case for Facilitating Competing Tender Offers”. En *Harvard Law Review*, Vol. 95, No. 5, pp. 1028-1056.
- 2005 *Corporate law and economic analysis*. Cambridge: Harvard University Press.

- BEBCHUK, Lucian A. y POSNER, Richard A.**
2005 “One-sided contracts in competitive consumer markets”. En *John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 270*, The University of Chicago, pp. 1-13.
- BENNESEN, Morten; MEISNER NIELSEN, Kasper y Thomas VESTER NIELSEN**
2012 “Private contracting and corporate governance: Evidence from the provision of tag-along rights in Brazil”. En *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, pp. 904-918.
- BERLE, Adolf A. y Gardiner C. MEANS**
1991 [1932] *Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.
- BERMAN, Dennis K.**
2007, 27 de sept “Buyout Group Balks at Sallie Mae”. En *The Wall Street Journal*, Deals & Deal Makers.
- BETTI, Emilio**
1969 *Teoría General de las Obligaciones*. Tomo I. Traducción y notas de Derecho español por José Luis de los Mozos. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado.
- 1994 *Teoria Generale del Negozio Giuridico*. Ristampa corretta della II edizione. Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane.
- BIANCA, Massimo**
2007 *Derecho Civil 3. El Contrato*. Colombia: Universidad Externado de Colombia.
- BITTLINGMAYER, George**
2000 “The Market for Corporate Control”. En BOUCKAERT, Boudewijn y Gerrit DE GEEST. *Encyclopedia of Law and Economics*. Volume III. The Regulation of Contracts. V. Regulation of Contracts. Cheltenham. Edward Elgar Publishing, pp. 725-771.
- BOISSET TIZÓN, Rafael**
2015 “Las declaraciones y aseveraciones: Su relación con las obligaciones de indemnidad en los contratos de compraventa de acciones”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, pp. 143-154.
- BOWDER, Justin L.**
2009 “The 2007 private Equity Bust: Re-contextualizing Material Adverse Change Clause in a Credit-stricken Market”. En *University of Miami Law Review*, Vol. 63, pp. 1151-1171.
- BROOKS, Richard R. W.; LANDEO, Claudia M. y Kathryn E. SPIER**
2009 “Trigger Happy or Gun Shy? Dissolving Common-Value Partnerships with Texas Shootouts”. En *Harvard Law School*, Discussion Paper No. 630, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, pp. 1-45.

- BRUNER, Robert T.**
2009 *Deals from Hell: M&A Lessons that Rise above the Ashes*. New Jersey: Wiley.
- BULLARD GONZÁLEZ, Alfredo**
2010 “¿Cómo “vestir a un santo sin desvestir a otro”? La responsabilidad limitada en las sociedades y los accidentes”. En ID. *Derecho y Economía. El análisis económico de las instituciones legales*, segunda reimpresión Lima: Palestra, pp. 795-847.
- 2010 “De acuerdo en que no estamos de acuerdo. Análisis económico de la interpretación contractual”. En ID. *Derecho y Economía. El análisis económico de las instituciones legales*, segunda reimpresión Lima: Palestra, 2010, pp. 395-438.
- CALABRESI, Guido**
1970 *The Cost of Accidents: A Legal and Economic Analysis*. New Heaven: Yale University Press.
- CAMERER, Colin F.**
1998 “Prospect Theory in the Wild: Evidence from the Field”. En *California Institute of Technology*, Division of the Humanities and Social Sciences, Social Science Working Paper 1037, 1998, pp. 1-13.
- CAMERER, Colin y Martin WEBER**
1992 “Recent Developments in Modeling Preferences: Uncertainty and Ambiguity”. En *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 5, pp. 325-370.
- CARNEY, William J.**
2007 *Mergers and Acquisitions: Cases and Materials*. Second edition. New York: Foundation Press.
- CARRASCO PERERA, Ángel**
2004 “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”. En ÁLVAREZ ARJONA, José María y Ángel CARRASCO PERERA. *Adquisiciones de empresas*. Madrid: Arazandi, pp. 285-358.
- CBS NEWS**
2006, 9 de noviembre “Known Knowns, Known Unknowns and Unknown Unknowns: A Retrospective”. En *CBS News*.
- CHAPMAN, T. Ward**
1960 “Contracts: Frustration of Purpose”. En *Michigan Law Review*, Vol. 59, No. 1, pp. 98-122.
- CHENG, David**
2009 “Interpretation of material adverse change clauses in an adverse economy”. En *Columbia Business Law Review*, No. 2, pp. 564-604.
- CHERTOK, Adam B.**
2011 “Rethinking the U.S. approach to material adverse change clause in merger agreements”. En *U. Miami Int’l & Comp. L. Rev.*, Vol. 19, pp. 99-140.

- CHOI, Albert y George TRIANTIS**
2008 “Completing Contracts in the Shadow of Costly Verification”. En *The Journal of Legal Studies*, Vol. 37, No. 2, pp. 503-534.
2010 “Strategic vagueness in contract design: The case of corporate acquisitions”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 119, pp. 848-924.
2012 “The Effect of Bargaining Power on Contract Design”. En *Virginia Law Review*, Vol. 98, No. 8, pp. 1665-1743.
- CHOPER, Jesse H; COFFEE, John C. Jr. y Ronald GILSON**
2008 *Cases and Materials on Corporations*. Seventh Edition. New York: Aspen Publisher y Wolters Kluwer Law & Business.
- CHUNG, Tai-Yeong**
1991 “Incomplete Contracts, Specific Investment, and Risk Sharing”. En *Review of Economic Studies*, Vol. 58, pp. 1031-1042.
- CIMILLUCA, Dana y Dennis K. Berman**
2007, 22 de setiembre “KKR, Goldman Cancel \$8 Billion Harman Deal”. En *The Wall Street Journal*.
- COATES IV, John C.**
2011 “M&A Break Fees. U.S. Litigation versus UK Regulation”. En KESSLER, Daniel P. (editor). *Regulation versus Litigation. Perspective from Economics and Law*. Chicago: The University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research, pp. 239-284.
2015 “M&A Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice”. En *The European Corporate Governance Institute*, Working Papers Series in Law, Law Working Paper N° 292/2015, pp. 1-34.
- CODERNO MOSS, Giuditta**
2007 “International contracts between Common Law and Civil Law: Is Non-state Law to Be Preferred? The Difficulty of Interpreting Legal Standards Such as Good Faith”. En *Global Jurist*, Vol. 7, Issue 1, Article 3, pp. 1-38.
- CORBIN, Arthur L.**
1947 “Frustration of Contract in the United States of America”. En *Journal of Comparative Legislation and International Law*, Vol. 29, No. ¾, pp. 1-8.
- COVIELLO, Nicolás**
1938 *Doctrina General del Derecho Civil*. Mexico: UTEHA.
- CRAVATH, SWAINE & MOORE LLP**
2009, 23 de junio “Huntsman/Hexion Failed Merger Litigation Successfully Concluded for Banks”. En *Cravath, Swaine & Moore LLP Report*.
- CUBILLOS PORTO, Jaime E. y Paula TORRES HOLGUÍN**
2015 “Las cláusulas de *material adverse change* y su utilización globalizada”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, pp. 221-240.

- DAVIDOFF, Steven M.**
2010 *Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal and the Private Equity Implosion*. New Jersey: Wiley.
- 2008, 10 de marzo “The Big MAC”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2008, 8 de agosto “SLM Corporation’s Material Adverse Chance Clause”. En *M&A Law Prof Blog*.
- 2008, 29 de setiembre “Last Words from Huntsman and Hexion”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2008, 2 de octubre “Lessons from Huntsman v. Hexion”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2008, 15 de octubre “Huntsman and Hexion Take on the Banks”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2009 “The Failure of Private Equity”. En *Southern California Law Review*, Vol. 82, pp. 481-545.
- 2009, 13 de abril “Revisiting Huntsman-Hexion: Did Wachtell Blow it”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2009, 11 de junio “Assesing a MAC Claim: The Lewis Ortrich Defense”. En *The Deal Professor*. DealBook, The New York Times.
- 2011, 23 de agosto “The MAC is Back, but Does it Kill a Deal”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2011, 7 de noviembre “A Troubled Deal and the Law of Unintended Consequences”. En *The Deal Professor*. DealBook, The New York Times.
- 2012 “The Private Equity Contract”. En CUMMING, Douglas (editor). *The Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford: Oxford University Press, pp. 15-36.
- 2012, 2 de mayo “Walking Away from Merger Deals”. En *The New York Times*.
- 2012, 6 de diciembre “Doing the Shareholder Sidestep”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2013, 30 de setiembre “How the Deal for Rue21 Could Fall Apart”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2013, 9 de octubre “The Hurdles Ahead for a Cooper Tire Deal”. En *DealBook*, The New York Times.
- 2012, 21 de agosto “The Life and Death of Delaware’s Arbitration Experiment”. En *DealBook*, The New York Times.

DAVIDOFF, Steven M. y Kristen BAIARDI

2008 “Accredited Home Lenders v. Lone Star Funds: A MAC Case Study”. En *Wayne State University Law School Legal Studies*, Research Paper Series No. 08-16, pp. 1-39.

DEALBOOK

2008, 11 de enero “Huntsman-Hexion: A Deal Agreement to Applaud”. En *DealBook*, The New York Times.

2008, 19 de setiembre “Inside Merrill’s Merger Agreement”. En *The New York Times*.

2008, 2 de octubre “Lessons from Huntsman v. Hexion”. En *DealBook*, The New York Times.

2009, 13 de abril “Revisiting Huntsman-Hexion: Did Watchell Blow it”. En *DealBook*, The New York Times.

DENIS, David J. y Antonio J. MACIAS

2010 “Material Adverse Change Clauses and Acquisition Dynamics”. En *Institute for Research in the Behavioral, Economic, and Management Sciences*, Working Paper No. 1242, pp. 1-38.

DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel

1997 “¿Por qué se contrata?”. En BULLARD, Alfredo y Gastón FERNÁNDEZ (editores). *Derecho Civil Patrimonial*. Lima: Fondo Editorial PUCP, pp. 103-121.

2003 “Influencia del Código Civil italiano en los libros de las obligaciones y contratos en la codificación peruana”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, pp. 53-71.

2014 “El contrato y los efectos reales”. En *Estudios de Derecho Contractual*. Lima: Ius et Veritas, pp. 275-286

DE SCITOVSKY, T.

1941 “A Note on Welfare Propositions in Economics”. En *The Review of Economic Studies*, Vol. 9, Issue, 1, pp. 77-88.

DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando

2000 “La muerte del legislador”. ID. *Pensando Insolentemente: tres perspectivas académicas sobre el derecho seguidas de otras insolencias jurídicas*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, pp. 29-64.

2001 *La responsabilidad extracontractual*. En *Biblioteca Para Leer el Código Civil*, Vol. IV, Tomo I. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

2014 “El Código Civil de 1984: ¿Vejez prematura o prematura declaración de vejez? Reflexiones a propósito del papel de contrato en la construcción de un orden social libre”. En *Estudios de Derecho Contractual*. Lima: Ius et Veritas, pp. 23-42.

- DINUCCI, Jennifer F.**
2008 “The MAC clause: An emperor with no clothes”. En *California Lawyer*, pp. 19.
- DOOLEY, Patrick J.**
2001 “M&A Escape Clauses in Light of the Terrorist Attacks”. En *Akin, Gump, Strauss, Hauer & Feld, LLP*, 2001, pp. 1-3.
- DREW, Nigel y Dimitri PAPAEFSTRATIOU**
2014 “Material Adverse Change Clauses. Recent cases on Material Adverse Change Clauses”. En *DLA Piper*, 1-4.
- EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER**
1991 *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press.
- ELÍAS LAROZA, Enrique**
2015 *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades del Perú*. Edición puesta al día por el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano. Revisada, actualizada y aumentada. Lima: Gaceta Jurídica.
- ELKEN, Andrew C.**
2009 “Rethinking the material adverse change clause in merger and acquisition agreements: Should the United States consider the British model?” En *Southern California Law Review*, Vol. 82:291, pp. 291-340.
- ELLSBERG, Daniel**
1961 “Risk, Ambiguity, and the Savage Axioms”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 75, No. 4, pp. 643-669.
- EL COMERCIO**
2014, 07 de mayo “Lima es la ciudad más contaminada de Latinoamérica”. En *El Comercio*.
- EQUIPO DE DUE DILIGENCE DE GRELLAUD Y LUQUE ABOGADOS, firma miembro de KPMG International**
2011 “La due diligence legal”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 59, pp. 213-227.
- EPSTEIN, Richard**
2005 *Reglas simples para un mundo complejo*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú
- ESCOBAR ROZAS, Freddy**
2011 “Entendiendo el mercado: La contratación estandarizada como forma de mitigar los problemas de insatisfacción y de selección adversa”. En SÚMAR, Oscar (editor). *Ensayos sobre protección al consumidor en el Perú*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico, pp. 257-282.

- ESPINOSA REBOA, Liliana y Oscar TRELLES DE BELAUNDE**
2015 “Desinversión por Fondos de Inversión o *Private Equity*”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, pp. 21-52.
- EVANDER WILLIS, Hugh**
1941 “Promissory and Non-Promissory conditions”. En *Indiana Law Journal*, Vol. XVI, No. 4, pp. 349-376.
- FAMA, Eugene F.**
1970 “Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work”. En *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417.
- FERERA, Leon; PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian y Jeffery SCHWARTZ**
2007, abril “Some differences in law and practice between U.K. and U.S. stock purchase agreements”. En *Jones Day Commentary*, pp. 1-9.
- FERNÁNDEZ CRUZ, Gastón.**
1994 “La obligación de enajenar y el sistema de transferencia de propiedad inmueble en el Perú”. En *Themis*, Revista de Derecho, Época, 2, No. 30, 1994, pp. 149-173.
- 2012 “La Obligación”. En *De las Obligaciones en General: Coloquio de Ius Privatistas de Roma y América*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, pp. 19-36.
- FERNÁNDEZ CRUZ, Gastón y Leysser LEÓN HILARIO**
2004 “Caso fortuito y fuerza mayor”. En *Código Civil Comentado. Por los 100 mejores especialistas. Tomo VI, Derecho de Obligaciones*. Lima: Gaceta Jurídica, pp. 875-890.
- FERRI, Luigi**
2001 *La Autonomía Privada*. Granada: Comares.
- FLEISCHER, Arthur Jr. y Robert H. MUNDHEIM**
1967 “Corporate Acquisitions by Tender Offer”. En *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 115, No. 3, pp. 317-370.
- FORNO, Hugo**
2003 “El plazo esencial y la tutela resolutoria”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, pp. 919-971.
- 2004 “Precisiones conceptuales en torno a la promesa de hecho ajeno”. En *Negocio Jurídico y Responsabilidad Civil. Estudios en memoria del Profesor Lizardo Taboada Córdova*. Lima: Grijley, pp. 511-548.
- 2014 “Resolución por intimación”. En *Estudios de Derecho Contractual*. Lima: Ius et Veritas, pp. 493-519.
- 2014 “El contrato con efectos reales”. En *Estudios de Derecho Contractual*. Lima: Ius et Veritas, pp. 287-301

- FORSYTH SOLARI, Albert**
2011 “Adquisiciones de empresas y activos de negocios: Un enfoque práctico”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 59, pp. 121-135.
- FOX, Charles M.**
2008 *Working with Contracts. What Law School Doesn't Teach You*. Second edition. New York: Practising Law Institute.
- FOX, Craig R. y Amos TVERSKY**
1995 “Ambiguity Aversion and Comparative Ignorance”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, No. 3, pp. 585-603.
- FRANZONI, Massimo**
1998 *Degli effetti del Contratto. Efficacia del contratto e recesso unilaterale. Artt. 1372-1373*. Volumen I. En *Il Codice Civile: Commentario*, diretto da Piero Schlesinger. Milano: Giuffrè Editore.
2003 “La buena fe y la equidad como fuentes de integración del contrato”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, pp. 647-674.
- FRUTOS, María Ángeles de y Thomas KITTSTEINER**
2006 “Efficient Partnership Dissolution under Buy-Sell Clauses”. En *Universidad Carlos III de Madrid*, Working Paper 07-28, pp. 1-31.
- GARRET, Michelle Shenker**
2010 “Efficiency and certainty in uncertain times: The material adverse change clause revisited”. En *Columbia Journal of Law and Social Problems*, Vol. 43, pp. 333-362.
- GILI SALDAÑA, Marian**
2010 “Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías”. En *InDret*, Revista para el Análisis del Derecho, pp. 1-21.
2013 “Las cláusulas de cambios adversos relevantes en las adquisiciones de empresas”. En *InDret*, Revista para el Análisis del Derecho, pp. 1-19.
- GILSON, Ronald**
1984 “Value creation by business lawyers: Legal skills and asset pricing”. En *Yale Law Journal Company*, Vol. 94, pp. 1-87.
- GILSON, Ronald y Alan SCHWARTZ**
2005 “Understanding MACs: Moral hazard in acquisitions”. En *The Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 21, No. 2, pp. 330-358.
- GILSON, Ronald y Bernard BLACK**
2007 *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. Foundation Press.

- GIMENO RIBES, Miguel**
2013 *La protección del comprador en la adquisición de empresa*. Granada: Editorial Comares.
- GIORGIANNI, Michele**
1975 *L'Inadempimento*. Corso di Diritto Civile. Terza edizione riveduta. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore.
- GLOVER, Stephen I.**
2001 "The Impact of *Tyson Foods* on "Mac" outs". En *The M&A Lawyer*, Vol. 5, No. 6, 2001, pp. 1-8.
- GÓMEZ POMAR, Fernando**
2007 "El incumplimiento contractual en Derecho español". En *InDret*, Revista para el Análisis del Derecho, pp. 1-49.
- GRANDA BOULLÓN, Carlos**
2013 "¿Go-shops en Lima?". En *Forseti*, No. 1, pp. 147-156.
- GREASON, William; SMITH, Kevin y Nicholas SCANNAVINO**
2014, Julio-Agosto "Materiality Scrapes Trending Upward in Private Deals". En *Deal Lawyers*, Vol. 8, No. 4, pp. 1-5.
- HADFIELD, Gillian K.**
1994 "Judicial Competence and the Interpretation of Incomplete Contracts". En *The Journal of Legal Studies*, Vol. 23, No. 1, pp. 159-184.
- HAMILTON, Walton H.**
1931 "The ancient maxim caveat emptor". En *Yale Law Journal*, Vol. XL, No. 8, pp. 1133-1187.
- HANSMANN, Henry y Reinier KRAAKMAN**
2000 "The Essential Role of Organizational Law". En *Yale Law Journal*, Vol. 110, pp. 387-440.
- 2000 "Organizational Law as Asset Partitioning". En *European Economic Review*, Vol. 44, pp. 8007-817.
- HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier y Richard SQUIRE**
2006 "Law and the Rise of the Firm". En *Harvard Law Review*, Vol. 119, pp. 1335-1403.
- HARFORD, Tim**
2007 *The Undercover Economist*. USA: Random House
- 2009 *Dear Undercover Economist*. Canada: Anchor Canada.
- 2014 *The Undercover Economist Strikes Back*. New York: Riverhead Books.

- HART, Oliver y John MOORE**
1988 “Incomplete Contracts and Renegotiation”. En *Econometrica*, Vol. 56, No. 4, pp. 755-785.
- HARVARD LAW REVIEW**
2002 “Contract Law. Mergers and Acquisitions. Delaware Chancery Court Addresses Default Interpretation of Broadly Written Material Adverse Effect Clauses. In re IBP, Inc. Shareholders Litigation v. Tyson Foods, Inc”. En *Harvard Law Review*, Recent Cases, Vol. 115, No. 6, pp. 1737-1744.
- HARVEY, Tom; SPOONER, Simon y Charlie WEDIN**
2014, 14 de octubre “Representations and warranties in private M&A”. En *Osborne Clarke*, Corporate Law, UK.
- HEAD, David C. y Christopher M. PHILLIPS**
2009 “Caveat Emptor – Will Change Ever Be Materially Adverse Enough to Be a “MAC?”. En *AHLA Connections*, 2009, pp. 26-31.
- HENSLEY, Scott y Thomas M. BURTON**
2005, 16 de noviembre “J&J, Guidant Skip Courtroom, Set Deal”. En *The Wall Street Journal*.
- HERMAN, Andrew M. y Bernanrdo L. PIERECK**
2010, 2 de agosto “Revisiting the MAC Clause in Transaction”. En *Business Law Today*, The ABA Business Section’s Online Resource, pp. 1-3
- HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis**
2003 “Consideraciones sobre el reparto de utilidades en las sociedades anónimas”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 46, pp. 105 y ss.
- 2005 “Apuntes sobre la reorganización simple en la legislación peruana”. En *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo I, Derecho Societario. Lima: Gaceta Jurídica, pp. 1207-1225.
- HERNÁNDEZ GAZZO, Juan Luis y Jaime ESCRIBENS OLAECHEA**
2007 “Private Equity y buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano”. En *Derecho PUC*, Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, No. 60, pp. 281-324.
- HICKS, J. R.**
1939 “The Foundations of Welfare Economics”. En *The Economics Journal*, Vol. 49, No. 196, pp. 696-712
- HILL, Claire A.**
2008 “Bargaining in the Shadow of the Lawsuit: A Social Norms Theory of Incomplete Contracts”. En *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 08-46, pp. 1-38.
- HILL, James M. y Julie M. PRICE**
2008, noviembre “Material Adverse Change (“MAC”) Clauses in Today’s Economic Climate”. En *Benesch*, Attorneys at Law.

- HILLMAN, Robert A.**
1983 “An Analysis of the Cessation of Contractual Relations”. En *Cornell Law Review*, Vol. 68, pp. 617-659.
- HOLMES, Oliver Wendell**
1997 “The Path of the Law”. En *Harvard Law Review*, Vol. 110, No. 5, pp. 991-1009.
- HOOLEY, Richard**
2003 “Material Adverse Change Clauses After 9/11”. En WORTHINGTON, Sarah. *Commercial Law & Commercial Practice*. Oxford: Hart Publishing, pp. 305-333.
- HYMAN, Scott, PENNYCOOK, Carol y Nicholas WILLIAMS.**
2014 “Material Adverse Change Clauses: Decoding a Legal Enigma”. En *The 2014 Lexpert/American Lawyer Guide to the Leading 500 Lawyers in Canada*, pp. A1-A6.
- ISRAEL LLAVE, Luz y Alfredo FILOMENO RAMÍREZ**
2005 “La fusión y la escisión en la nueva Ley General de Sociedades: Algunas aproximaciones”. En *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo I, Derecho Societario. Lima: Gaceta Jurídica, pp. 1125-1205.
- KAHNEMAN, Daniel**
2011 *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.
- KAHNEMAN, Daniel y Amos TVERSKY**
1979 “Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk”. En *Econometrica*, Vol. 47, No. 2, pp. 263- 291.
- KALDOR, Nicholas**
1939 “Welfare Propositions of Economics and Interpersonal Comparisons of Utility”. En *The Economics Journal*, Vol. 49, No. 195, pp. 549-552.
- KAPLAN, Steven N. y Per STRÖMBERG**
2009 “Leveraged Buyouts and Private Equity”. En *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, pp. 121-146.
- KAPLOW, Louis**
1992 “Rules versus Standards: An Economic Analysis”. En *Duke Law Journal*, Vol. 42, pp. 557-629.
- 2000 “General Characteristics of Rules”. En BOUCKAERT, Boudewijn y Gerrit DE GEEST. *Encyclopedia of Law and Economics*. Volume V. The Economics of Crime and Litigation. IX. Production of Legal Rules. Cheltenham. Edward Elgar Publishing, pp. 502-528.
- KLING, Lou R.; NUGENT SIMON, Eilen y Michael GOLDMAN**
1997 “Summary of Acquisitions Agreements”. En *University of Miami Law Review*, Vol. 51, pp. 779-813.

- KMZ ROSENMAN**
2001 “Material Adverse Change Clauses Increasingly Scrutinized after September 11”. En *KMZ Rosenman*, Client Advisory, pp. 1-3.
- KRAAKMAN, Reiner (editor)**
2009 *The Anatomy of Corporate Law*, second edition. Oxford: Oxford University Press.
- KREITNER, Roy**
2000 “Speculations of contract, or how contract law stopped worrying and learned to love risk”. En *Columbia Law Review*, Vol. 100, No. 4, pp. 1096-1138.
- KRONMAN, Anthony T.**
1798 “Mistake, Disclosure, Information, and The Law of Contracts”. En *The Journal of Legal Studies*, Vol. 7, No. 1, pp. 1-34.
- KRUGMAN, Paul y Robin WELLS.**
2013 *Microeconomía*. Tercera Edición Original. Barcelona: Editorial Reverté.
- LANGEVOORT, Donald C.**
2011 “The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions”. En *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, Vol. 12, pp. 65-79.
- LA REPUBLICA**
2014, 25 de marzo “Lima: Congestión vehicular es su mayor problema ambiental”. En *La República*.
- LEÓN, Leysser L**
2003 “Apuntes sobre el papel de la voluntad en los negocios jurídicos (con especial referencia a los contratos)”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, pp. 815-880.
- LEVITT, Steven D. y Stephen DUBNER**
2009 *Freakonomics. A rogue economist explores the hidden side of everything*. New York: Harper Perennial.
- 2009 *Superfreakonomics. Global Cooling, Patriotic Prostitutes, and Why Suicide Bombers Should Buy Life Insurance*. New York: Harper Collins.
- 2014 *Think Like a Freak*. New York: Harper Collins.
- 2015 *When to Rob a Bank... and 131 more warped suggestions and well-intended rants*. New York: Harper Collins.
- LIPSHAW, Jeffrey M.**
2007 “Of Fine Lines, Blunt Instruments, and Half-Truths: Business Acquisition Agreement and The Right to Lie”. En *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 32, pp. 431-479.

- LISTOKIN, Yair**
2005 “The Empirical Case for Specific Performance: Evidence from the Tyson-IBP Litigation”. En *Yale Law School*, Working Paper, pp. 1-30.
- LOGAN, David C.**
2009 “Know knows, known unknowns, unknown unknowns and the propagation of scientific enquiry”. En *Journal of Experimental Botany*, Vol. 60, No. 3, pp. 712-714.
- LONDOÑO, Maximiliano**
S/N “MAC litigation in Delaware Courts. A seller’s friendly approach”. En *Londoño & Arango Abogados*, Working Paper, pp. 1-21.
- LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo Luis**
2004 “Leveraged Buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida”. En *Advocatus*, Vol. 10, pp. 247-284.
- MACIAS, Antonio J.**
2009 “Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MAC’s) Clauses”. En *Krannert Graduate School of Management Purdue University*, pp. 1-60.
2011 “Risk Allocation in Acquisitions: The Uses and Values of MAE-Exclusions”. En *Texas Christian University*, Working Paper, pp. 1-55.
- MALKIEL, Burton G.**
2003 “The Efficient Market Hypothesis and Its Critics”. En *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 17, No. 1, pp. 59-82.
- MANNE, Henry G.**
1965 “Mergers and the market for corporate control”. En *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2, pp. 110-120.
1967 “Our Two Corporation Systems: Law and Economics”. En *Virginia Law Review*, Vol. 53, No. 2, pp. 259-284.
- MANNS, Jeffrey y Robert ANDERSON VI**
2013 “The merger agreement myth”. En *Cornell Law Review*, pp. 1-34.
- MARKS, Stephen G.**
2000 *The Separation of Ownership and Control*. En BOUCKAERT, Boudewijn y Gerrit DE GEEST. *Encyclopedia of Law and Economics*. Volume III. The Regulation of Contracts. V. Regulation of Contracts. Cheltenham. Edward Elgar Publishing, 2000, pp. 692-724.
- MASKIN, Eric y Jean TIROLE**
1999 “Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts”. En *Review of Economic Studies*, Vol. 66, pp. 83-114.

- MAY, Markus**
2012 “Shareholder Drag-Along Rights in Illinois”. En *Illinois Bar Journal*, Vol. 100, pp. 320-324.
- MEHTA, Suhrud**
2008, octubre “Material Adverse Change Clauses in Adverse Markets”. En *Milbank’s Banking Group*, pp. 1-13.
- MICHEL-KERJAN, Erwann y Paul SLOVIC**
2010 *The Irrational Economist. Making Decisions in a Dangerous World*. New York: PublicAffairs.
- MILLER, Robert T.**
2007 “The Economics Of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses In Business Combination Agreements”. En *William and Mary Law Review*, Vol. 50, pp. 2007-2103.
2009 “Canceling the deal: Two models of material adverse change clauses in business combination agreements”. En *Cardozo Law Review*, Vol. 31, pp. 99-204.
2009 “*Hexion v. Huntsman*: Elaborating the Delaware MAC Standard”. En *Corporations, Securities & Antitrust*, Vol. 10, Issue 1, pp. 20-27.
- MILLER THOMSON LLP**
2008 “Recent Developments”. En *Business Law in Ontario*, Vol. 1, Issue 2, pp. 1-11.
- MIRABELLI, Giuseppe**
1987 *Dei Contratti in Generale*. Terza adizione interamente riveduta e aggiornata. Torino: UTET.
- MOLINA REY DE CASTRO, Fernando**
2014 “Las cláusulas MAC en financiamientos y adquisiciones”. En ESCOBAR, Freddy y Cecilia O’NEILL. *Derecho Contractual Financiero*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico, pp.123-147.
- MORALES HERVIAS, Rómulo**
2004 “¿Indemnización por la no realización del hecho del tercero o resarcimiento por incumplimiento de la promesa del hecho del tercero?”. En *Derecho PUC*, Revista de Derecho de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, No. 57, pp. 317-338.
2009 “¿Existe el derecho de desistimiento o terminación unilateral del contrato?”. En *Actualidad Jurídica*, N° 191, pp. 54-58.
- MUKERJI, Sujoy y Jean-Marc TALLON**
2001 “Ambiguity Aversion and Incompleteness of Financial Markets”. En *The Review of Economic Studies*, Vol. 68, No. 4, pp. 889-904.
- MURPHY, Edward J.; SPEIDEL, Richard E. y Ian AYRES**
1997 *Studies in Contract Law*. New York: University Casebook Series.

- NIXON PEABODY**
2007 *Nixon Peabody MAC Survey. 6th Annual MAC Survey, pp. 1-11.*
- 2008 *Nixon Peabody MAC Survey. 7th Annual MAC Survey, pp. 1-12.*
- 2009 *Nixon Peabody MAC Survey. 8th Annual MAC Survey, pp. 1-11*
- 2010 *Nixon Peabody MAC Survey. 9th Annual MAC Survey, pp. 1-11.*
- 2011 *Nixon Peabody MAC Survey. 10th Annual MAC Survey, pp. 1-14.*
- 2012 *Nixon Peabody MAC Survey. 11th Annual MAC Survey, pp. 1-12.*
- 2013 *Nixon Peabody MAC Survey. 12th Annual MAC Survey, pp. 1-16*
- 2014 *Nixon Peabody MAC Survey. 13th Annual MAC Survey, pp. 1-16*
- NORRIS, Floyd**
2013, 4 de enero “Solving for \$. 'The Physics of Wall Street' by James Owen Weatherall”. En *The New York Times*.
- NOVAIS, Raquel; PALLIS, Adriana; ROLIM DE MELLO, Carlos José; MARA COELHO, Gláucia; SOUZA FREITAS, Clarissa Figueiredo de; GENTIL MONTEIRO, Fernando y Joao Carlos RIBEIRO AREOSA**
2015 “Los desafíos de importar conceptos del derecho anglosajón en los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña”. En En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto (Director). *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, pp. 196-220.
- OLAECHEA, Manuel Pablo**
2000 “La desaparición del derecho de separación del accionista minoritario en la nueva ley general de sociedades”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 41, pp. 267-270.
- PARIS, Carolyn E. C.**
2007 *Drafting for Corporate Finance. What Law School Doesn't Teach You*. New York: Practising Law Institute.
- PAYET PUCCIO, José Antonio**
1997 *La responsabilidad por productos defectuosos*. En Biblioteca Para Leer el Código Civil. Vol.VIII, Tomo I. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- 2001 “OPA’s hostiles y medidas de protección”. En *Ius et Veritas*, No. 23, Año 12, pp. 107-127.
- 2007 “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor”. En *Ius et Veritas*, No. 39, pp. 66-100.
- 2007 “Fusiones, Adquisiciones y la Información en el Mercado de Valores”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 54, pp. 135-175.

- 2015 “Reflexiones sobre el Contrato de Compraventa de Empresa y la Responsabilidad del Vendedor.”. En SOTO COAGUILA, Carlos Alberto. *Fusiones & Adquisiciones*. Lima: Instituto Pacífico e Instituto Peruano de Arbitraje, pp. 85-116
- PELL, Owen C. y Paul CARBERRY**
2008, 2 de octubre “Delaware Court Interprets Material Adverse Effect Clause to Bar Hexion and Apollo from Abandoning Huntsman Deal”. En *White & Case*, Commercial Litigation.
- POLINSKY, A. Mitchell**
1983 “Risk Sharing through Breach of Contract Remedies”. En *The Journal of Legal Studies*, Vol. 12, No. 2, pp. 427-444.
- POLINSKY, A. Mitchell y Steven SHAVELL**
1998 “Punitive Damages: An Economic Analysis”. En *Harvard Law Review*, Vol. 111, No. 4, pp. 869-962.
- POSNER, Eric A.**
2000 “Agency Models in Law and Economics”. En *The Coase Lecture Series*, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 92, The University of Chicago Law School, pp. 1-12.
- POSNER, Richard A.**
2005 “The Law and Economics of Contract Interpretation”. En *Texas Law Review*, Vol. 83, pp. 1581-1614.
- 2005 “Guido Calabresi’s The Cost of Accidents: a Reassessment”. En *Maryland Law Review*, Vol. 64, N° 1, 2005, pp. 12-23.
- POSNER, Richard A. y Andrew M. ROSENFELD**
1977 “Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis”. En *The Journal of Legal Studies*, Vol. 6, No. 1, 83-118.
- QUINN, Brian JM.**
2011, 4 de noviembre “Skyworks Fireworks”. En *M&A Law Prof Blog*.
- QUINTIN, Yves**
2008 “M&A Contracts in the American Financial Maelstrom: have “Reverse Break-Up Fees” and “Mac” Clauses Turned them into mere Options?”. En *International Business Law Journal*, No. 3, pp. 275-289.
- REBAZA TORRES, Alberto**
2005 “¿Para qué te quiero OPA? Sus principios y sus malentendidos”. En *Themis*, No. 50, pp. 97-107.
- 2009 “Las fusiones y adquisiciones de empresas: A propósito de la proliferación de los fondos de inversión”. En *Themis*, No. 54, pp. 101-111.

- REISNER, Carl L.; PAGANO, Gary J. y Joseph ROSE**
2006, abril “Material Adverse Clauses: Practice in an Uncertain World”. En *The M&A Lawyer*, Vol. 10, No. 4, pp. 1-4.
- REISS, John M. y Matthew J. KAUTZ**
2001 “The events of sept. 11 bring a new threat to successful deal conclusion into focus: The materially adverse conditions clause”. En *The Mergers & Acquisitions Advisor*, Vol. 1, Issue 11, pp. 1-3.
- REGNER, William; ROSEN, Jeffrey y Kevin RINKER**
2007 “The “Downturn” Roadmap: Parsing the Shift in Deal Terms”. En *Deal Lawyers*, Vol. 1, No. 5, pp. 1-3.
- RODOTÀ, Stefano**
2004 *Le fonti di integrazione del contratto*. Milán: Giuffrè.
- ROMANO, Roberta**
1985 “Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle”. En *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 1, No. 2, pp. 225-283.
- 1993 *The genius of american corporate law*. Washington: American Enterprise Institute.
- 2012 *Foundations of corporate law*. Lexis Nexis.
- ROSPERT, Anthony J. y Hope Y. LU**
2014 “Pre-closing merger disputes: Preventing broken deals by navigating MAC clauses”. En *Corporate Law & Accountability Report*, 12 CARE 166, pp. 1-3.
- ROSS SORKIN, Andrew**
2013, 28 de octubre “Frenzy of Deal, Once Expected, Seems to Fizzle”. En *DealBook*, The New York Times.
- ROSS SORKIN, Andrew y David BARBOZA**
2001, 2 de enero “Tyson to Acquire IBP in \$3.2 Billion Deal”. En *The New York Times*.
- ROSS SORKIN, Andrew y Duff WILSON**
2009 “Pfizer Agrees to Pay \$68 Billion for Rival Drug Maker Wyeth”. En *The New York Times*.
- RUBIO CORREA, Marcial**
2009 *El Sistema Jurídico. Introducción al Derecho*. Décima edición, aumentada. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- RUMSFELD, Donald H.**
2002, 12 de febrero “News Transcript. Presenter: Secretary of Defense Donald H. Rumsfeld”. En *U.S. Department of Defense*.

- SACCO, Rodolfo**
2003 “La resolución por incumplimiento”. En LEÓN, Leysser L. (editor). *Estudios sobre el Contrato en general. Por los sesenta años del Código Civil Italiano (1942-2002)*. Lima: Ara Editores, pp. 881-913.
- SAGRAVES, Bradley C. y Bobak TALEBIAN**
2008 “Material Adverse Change Clauses in Tennessee: *Genesco v. Finish Line*”. En *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, Vol. 9, 2008, pp. 343-365.
- SALAS SÁNCHEZ, Julio**
2001 “¿Ha desaparecido el derecho de separación del accionista en la ley general de sociedades?”. En *Themis*, Revista de Derecho, No. 42, pp. 241-245.
- SAYLOR, Daryl L.**
2011 “Private equity firms continue to utilize material adverse effect provisions as a device to force sellers to renegotiate agreements”. En *Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law*, pp. 1-2.
- SCHÄFER, Hans-Bernd**
2001 “Rule Based Legal Systems as a Substitute for Human Capital. Should Poor Countries Have a More Rule Based Legal System”. En *German Working Papers in Law and Economics*, Paper 20, pp. 1-28.
- 2002 “Legal Rules and Standards”. En *German Working Papers in Law and Economics*, Paper 2, pp. 1-7.
- SCHUCK, Peter H.**
1987 *Agent Orange on Trial. Mass Toxic Disasters in the Courts*. Enlarged Edition. Massachusetts: The Belknap Press of Harvard University Press, 1987
- SCHWARTZ, Alan**
2007 “The Law and Economics Approach to Contract Theory”. En *The Center for Law and Economic Studies*, Columbia University School of Law, Working Paper N° 123, pp. 1-30.
- SCHWARTZ, Andrew A.**
2010 “A standard clause analysis of the frustration doctrine and the material adverse change clause”. En *UCLA Law Review*, Vol. 57, pp. 789-839.
- SCHWARTZ, Alan y Robert E. SCOTT**
2003 “Contract theory and the limits of contract law”. En *John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Working Papers* Paper No. 275, 2003, pp. 1-83.
- SCHWARTZ, Alan y Joel WATSON**
2004 “The Law and Economics of Costly Contracting”. En *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 20, No. 1, pp. 2-31.
- SCOTT JOHNSTON, Jason**
1990 “Strategic Bargaining and the Economic Theory of Contract Default Rules”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 100, No. 3, pp. 615-664.

- SCOTT, Robert E. y George G. TRIANTIS**
2006 “Anticipating Litigation in Contract Design”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 115, pp. 814-879.
- SCHULDT, Jürgen**
2013 *Civilización del desperdicio. Psicoeconomía del consumidor*. Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- SEELY, Hart**
2003 “The Poetry of D.H. Rumsfeld. Recent works by the secretary of defense”. En *Slate*.
- SEMANA ECONÓMICA**
2014. 12 de agosto “Fondos de private equity en el Perú: ¿Cómo desinvierten?”. En *Semana Económica*.
- SERFILIPPI, Claude S.**
2012, 28 de diciembre “A New York lawyer in London: representations and warranties in acquisitions agreements – what’s the big deal?”. En *Chadbourne & Parke LLP*, United Kingdom, USA.
- SHADDEN, Stacey A.**
2014 “How to sandbag your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions”. En *Creighton Law Review*, Vol. 74, pp. 459-476.
- SHAVELL, Steven**
1976 “Sharing Risks of Deferred Payment”. En *Journal of Political Economy*, Vol. 84, No. 1, 161-168.
- 1984 “The Design of Contracts and Remedies for Breach”. En *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 20, pp. 121-148.
- 1994 “Acquisition and disclosure of information prior to sale”. En *RAND Journal of Economics*, Vol. 25, No. 1, pp. 20-36.
- 2006 “On the Writing and the Interpretation of Contracts”. En *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 22, No. 2, pp. 289-314.
- 2009 “Why Breach of Contract May Not Be Immoral Given the Incompleteness of Contracts”. En *Michigan Law Review*, Vol. 107, No. 8, pp. 1569-1581.
- SHENAS, George P.**
2004 “Road map for a deal”. En *American Bar Association*, Vol. 13, No. 5.
- SHILLER, Robert J.**
2003 “Speculative Assets Price”. En *Nobel Prize Lecture*, 8 de diciembre de, pp. 1-45.
- 2009 *Irrational Exuberance*. Second Edition. Revised & Updated. New York: Broadway Books.

- 2012 *Las Finanzas en una Sociedad Justa. Dejemos de condenar el sistema financiero y, por el bien común, recuperémoslo.* Barcelona: Deusto.
- SIDLE, Paul**
2013, febrero “Privy Council decides appropriation is subject to equitable relief from forfeiture”. En *Linklaters*, Global Law Firm, febrero 2013, pp. 1-4.
- SMIT, Hans**
1958 “Frustration of Contract: A Comparative Attempt at Consolidation”. En *Columbia Law Review*, Vol. 58, No. 3, pp. 287-315.
- SOMOGIE, Nathan**
2009 “Failure of a basic assumption: The emerging standard for excuse under MAE provisions”. En *Michigan Law Review*, Vol. 108, pp. 81-112.
- SPIILKO, Howard T. y Darius J. GOLDMAN**
2009 “The Importance of Sandbagging Provisions from a Buyer’s Perspective: What You Know May Harm You”. En *Kramer Levin Naftalis & Frankel LLP*, Corporate Department – M&A Practice Group, pp. 1-4
- STARK, Lisa R.**
2014, febrero “Delaware Insider: Revisiting MAE/MAC Clauses in M&A after *Cooper Tire, Hunstman, and Osram*”. En *Business Law Today*, American Bar Association, pp. 1-4.
- SUNSTEIN, Cass R.**
1995 “Problems with Rules”. En *California Law Review*, Vol. 83, No. 4, pp. 953-1016.
- SUNSTEIN, Cass R; KAHNEMAN, Daniel y David SCHKADE**
1998 “Assesing Punitive Damages (With Notes on Cognition and Valuation in Law)”. En *The Yale Law Journal*, Vol. 107, No. 7, pp. 2071-2153.
- SUNSTEIN, Cass R. y Richard THALER**
2003 “Libertarian Paternalism is not an Oxymoron”. En *The University of Chicago Law School*, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 193, pp. 1-43.
- TALEB, Nassim Nicholas**
2007, 22 de abril “The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable”. En *The New York Times*.
- 2010 *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Second Edition. New York: The Random House Publishing Group.
- 2014 *Antifragile. Things that Gain from Disorder*. New York: Random House Trade Paperbacks.

- TALLEY, Eric L.**
2009 “On uncertainty, ambiguity and contractual conditions”. En *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 34, pp. 755-812.
- TALLEY, Eric L. y Drew O’Kane**
2011 “The Measure of a MAC: A Machine-Learning Protocol for Analyzing *Force Majeure* Clauses in M&A Agreements”. En *Stanford Law School, Law and Economics Seminar*, pp. 1-16.
- TAYLOR, Celia R.**
2003 “When Good Mergers Go Bad: Controlling Corporate Managers Who Suffer a Change of Heart”. En *University of Richmond Law Review*, Vol. 37, pp. 577-611.
- THE CORPORATION LAW COMMITTEE OF THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK**
2010 “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions”. En *The Business Lawyer*, Vol. 65, pp. 1153-1203.
- THE ECONOMIST**
1999, 16 de diciembre “Irrationality. Rethinking Thinking”. En *The Economist*.
2001, 27 de septiembre “Mergers Delayed: Wait and See”. En *The Economist*.
2001, 6 de diciembre “MAC the knife. Escape clauses in merger contracts have been thrust into the spotlight”. En *The Economist*.
- THE NEW YORK TIMES**
2003, 1 de abril “Company News; Frontier to Buy Rival Oil Refiner for \$438 Million”. En *Company News*, The New York Time.
2003, 21 de agosto “Company News: Frontier Oil Sues Holly Over Terms of Acquisition”. En *The New York Times*.
- THE SALT LAKE TRIBUNE**
2008, 30 de setiembre “Hexion must honor deal with Huntsman”. En *The Salt Lake Tribune*.
- TIEFER, Charles**
2003 “Forfeiture by Cancellation or Termination”. En *Mercer Law Review*, Vol. 54, pp. 1031-1080.
- TRIANI, George G.**
2000 “Unforeseen Contingencies. Risk Allocation in Contracts”. En BOUCKAERT, Boudewijn y Gerrit DE GEEST. *Encyclopedia of law and economics*. UK: Edward Elgar, 2000, pp. 100-116.
- TRIMARCHI, Pietro**
1991 “Commercial Impracticability in Contract Law: An Economic Analysis”. En *International Review of Law and Economics*, Vol. 11, 1991, pp. 63-82.
2010 *Il Contratto: Inadempimento e Rimedi*. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore.

- URÍA, Rodrigo**
1994 *Derecho Mercantil*. Vigésimo Primera Edición. Madrid: Marcial Pons.
- WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ**
2015 *Takeover Law and Practice 2015*. En *Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*, pp. 1-222.
- WANSINK, Brian, BRASEL, S. Adam y Steven AMJAD**
2000 “The Mystery of the Cabinet Castaway: Why We Buy Products We Never Use”. En *Journal of Family and Consumer Sciences*, Vol. 92, No. 1, pp. 104-107.
- WEATHERALL, James Owen**
2013 *The Physics of Wall Street. A Brief History of Predicting the Unpredictable*. New York: Houghton Mifflin Harcourt.
- WEST, Glenn D. y Kim M. SHAH**
2007 “Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who is Sandbagging Whom”. En *M&A Lawyer*, Vol. 11, No. 1, pp. 3-7
- WHITEHEAD, Charles K.**
2011 “Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements”. En *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 36, pp. 1081-1115.
- WILLISTON, Samuel**
1913 “Representation and Warranty in Sales. *Heilbut v. Buckleton*”. En *Harvard Law Review*, Vol. 27, No. 1, pp. 1-13.
- WOLFF, Kenneth M. y Cason A. MOORE**
2007 “In the wake of the crunch: Credit market turmoil and the potential effects on MAC provisions”. En *M&A Law*, Vol. 11, N° 10, pp. 7-11.
- WONG, Janet L.**
2015, 2 de abril “Risk and reward: M&A in the face of terrorism and global insecurity”. En *Deal Law Wire*.
- YOUNGBLOOD, D. Hull y Peter N. FLOCOS**
2010, Agosto “Drafting and Enforcing Complex Indemnification Provisions”. En *The Practical Lawyer*, pp. 21-37.
- ZANNONI, Eduardo A.**
1987 “Las denominadas obligaciones contractuales de resultado y el incumplimiento sin culpa en el proyecto de unificación de la legislación civil y comercial”. En *Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones*, Ediciones Depalma, Buenos Aires, Año 20, Nros. 115 a 120, pp. 907-919.