

La atribución de responsabilidad por las declaraciones y garantías referidas a la situación de la compañía objetivo en el marco de un M&A



ALEXANDRA ARIZMENDI DE ROMAÑA

Abogada por la Universidad de Lima.
Asistente de cátedra en el curso de "Finanzas Corporativas" de la
Universidad de Lima.
Asociada de ADV EDITORES – Revista **ADVOCATUS**

Revista editada por alumnos de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima

ADVOCATUS | 29



SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. La experiencia de Estados Unidos: el caso Abry.
- III. La regulación peruana y posibles interpretaciones sobre la materia.
- IV. Conclusiones.

I. INTRODUCCIÓN

Uno de los aspectos más notables presentados por el crecimiento económico experimentado en el Perú en las últimas dos décadas es la profesionalización en la administración de sus empresas. Un número de empresas familiares, que tradicionalmente han sido manejadas por miembros del grupo familiar, centran ahora su enfoque en modernas estructuras de gobierno que implican el nombramiento de un órgano profesional e independiente de administración.

A pesar que las familias en control (a través de las juntas de accionistas y su presencia en el consejo de administración) todavía tienen voz y voto en las decisiones más importantes de las empresas peruanas, esta nueva estructura de gobierno significa que la mayoría de las decisiones relacionadas con el curso ordinario de los negocios están ahora en manos de administradores profesionales.

Esta separación entre propiedad y administración ha puesto sobre la mesa una serie de problemas legales muy importantes y complejos en el contexto de las transacciones de fusión y adquisición. Uno de esos problemas, particularmente interesantes, trata sobre la inaplicación de las limitaciones a la responsabilidad del vendedor que, por lo general, son acordadas en los contratos de compraventa de acciones (o participaciones), como resultado de dolo o negligencia grave de la administración de la empresa objetivo, el cual es diferente del dolo o negligencia grave del vendedor de las acciones de la empresa objetivo.

Para un mejor entendimiento del problema legal en cuestión, consideremos el siguiente caso hipotético:

Target es una empresa de propiedad de un grupo familiar ("Grupo Familiar"). A pesar de que durante 100 años la administración de Target fue manejada por el Grupo Familiar, ahora está dirigido por un equipo profesional e independiente de administración ("Administración"). Las operaciones del día a día de los negocios de Target están totalmente a cargo de la Administración.

En determinado momento el Grupo Familiar tomó la decisión de vender Target y por lo tanto contrató un banco de inversión para ayudar a organizar el proceso de subasta para vender Target al mejor postor posible. La oferta ganadora fue la realizada por un fondo de capital privado ("Comprador"), al cual le fue concedido el pleno acceso a un *data room* en el cual se puso a disposición toda la información de Target para efectos de que el Comprador realice el correspondiente *due diligence*. Asimismo, la Administración se encontró a disposición de resolver cualquier duda o consulta que surgiese durante el proceso de *due diligence*. La transacción se cerró después que las partes suscribieran un Contrato de Compraventa de Acciones estándar ("SPA").

Un par de meses después del cierre de la transacción, el Comprador (ahora, nuevo accionista de Target) encontró evidencia que demostraba que la Administración había ocultado a sabiendas, tanto del Grupo Familiar (Vendedor) y del Comprador, una notificación oficial de la autoridad fiscal imponiendo una multa por un monto equivalente al 50% del precio de compra pagado por el Comprador, la cual tenía fecha de notificación anterior al cierre de la transacción y firma del SPA.

El SPA celebrado entre el Grupo Familiar y el Comprador contenía un conjunto de declaraciones y garantías estándar ("Declaraciones y Garantías" o "Declaraciones") formuladas por el Grupo Familiar acerca de Target, incluyendo una Declaración típica con respecto a temas tributarios mediante la cual el Grupo Familiar indicaba que Target se encontraba, a la fecha de cierre, en pleno cumplimiento con todas sus obligaciones tributarias y la no existencia de ninguna contingencia tributaria a la fecha de cierre de la transacción. En consecuencia, no había duda que la aparición inesperada de una notificación tributaria imponiendo una multa sustancial a Target por los asuntos originados con anterioridad a la fecha de cierre de la transacción constituía una violación de la Declaración en materia tributaria formulada por el Grupo Familiar en el SPA. Sin embargo, el SPA también contenía algunas limitaciones de responsabilidad comúnmente vistas en este tipo de contratos, incluyendo una disposición que establece un límite de responsa-

bilidad equivalente al 10% del precio de compra, de ser aplicable, siempre y cuando no exista dolo o negligencia grave.

En este contexto, es muy probable que el Comprador buscara una indemnización por parte del Grupo Familiar debido a la violación de la Declaración en materia tributaria. El problema legal complejo que surge de este caso es determinar el Comprador tendría el derecho de solicitar la inaplicación de las limitaciones de responsabilidad contenidas en el SPA basado en la conducta dolosa mostrada por la Administración (recordemos que en este ejemplo la notificación fue escondida a sabiendas), y así reclamar una indemnización por el importe total de las pérdidas sufridas. En otras palabras, la pregunta es si la conducta mostrada por la Administración de Target se debe considerar como la propia conducta del Grupo Familiar para efectos de determinar la existencia de dolo.

El tema en cuestión se complica aún más si consideramos que el Grupo Familiar había sido completamente separado de las operaciones en el día a día de Target y era un hecho probado que no habían sido informados por la Administración de la existencia de la referida contingencia tributaria. Igualmente importante –asumiremos para poder realizar el análisis de este caso– el Grupo Familiar fue extremadamente diligente al responder las preguntas planteadas por el Comprador durante el proceso de *due diligence* y en la elaboración de los anexos y documentos de divulgación de información que complementan la sección de Declaraciones y Garantías del SPA, habiendo realizado las consultas correspondientes a las personas de la Administración quienes estaban mejor preparadas para responder las preguntas planteadas por el Comprador.

Este artículo pretende analizar las preguntas antes mencionadas, primero explorando estos problemas legales analizándolos desde la perspectiva de Estados Unidos y la orientación proporcionada por un precedente en Delaware

en un caso similar al caso hipotético propuesto líneas arriba, y luego se enfoca en las complejidades planteadas por la interacción entre las disposiciones contractuales y las normas del Código Civil peruano. Para los efectos del presente análisis asumiremos que el SPA se encuentra sujeto a la legislación peruana.

II. LA EXPERIENCIA DE ESTADOS UNIDOS: EL CASO ABRY

El *Delaware Court of Chancery* resolvió un caso en el que una empresa de capital privado, ABRY Partners ("ABRY"), adquirió F&W Publications ("F&W") de otro fondo de capital privado, Providence Equity Partners ("PEP"), por un monto ascendente a la suma de US\$ 500 millones de dólares (el precio era equivalente a diez veces el EBITDA de la compañía)¹. Las partes firmaron un contrato de adquisición, el cual incluyó algunas disposiciones de limitación de responsabilidad a favor de PEP, incluyendo un límite de responsabilidad equivalente a la suma de US\$ 20 millones (4% del precio de compra). El contrato de adquisición también incluyó algunas Declaraciones y Garantías respecto de las condiciones financieras de F&W y las operaciones. Dichas Declaraciones y Garantías fueron formuladas por la administración de F&W y luego fueron ratificadas por PEP antes del cierre de la operación, a través de la emisión de una certificación (*officer's certificate*).

Después de la firma del contrato de adquisición y cierre de la operación, ABRY identificó varios problemas financieros y operativos en F&W, incluyendo una sobrevaloración del EBITDA de la empresa realizada por la administración de F&W. En tanto la fórmula del precio consideraba como variable predominante el EBITDA, esta sobrevaloración causó que ABRY pagara un precio de compra aumentado artificialmente en US\$ 100 millones. ABRY concluyó que había sido defraudado por PEP y F&W, y presentó una demanda contra ellos por inducción fraudulenta y la tergiversación negligente, solicitando la resolución del contrato de adquisición.

1. Ver: ABRY PARTNERS V.L.P v. F&W Acquisition LLC, et.AL

El *Delaware Court of Chancery* (“Tribunal”), denegó la petición de PEP para desestimar la demanda, argumentando que el reclamo de ABRY debe continuar siempre que ABRY “can show either: 1) that the Seller [PEP] knew that the Company’s contractual representations and warranties were false; or 2) that the Seller [PEP] itself lied to the Buyer [ABRY] about a contractual representation and warranty”². El Tribunal fue más allá al explicar que por política pública no se reconoce la protección a una parte que logre conseguir mediante las limitaciones de responsabilidad contractual, si se determina que las acciones realizadas por dicha parte eran intencionalmente fraudulentas. En su decisión, el Vicecanciller Strine explicó que:

*“(...) when a seller intentionally misrepresents a fact embodied in a contract –that is, when a seller lies– public policy will not permit a contractual provision to limit the remedy of the buyer to a capped damage claim. Rather, the buyer is free to press a claim for rescission or for full compensatory damages. By this balance, I attempt to give fair and efficient recognition to the competing public policies served by contractual freedom and by the law of fraud”*³. Mayor importancia adquiere, en cuanto al problema legal abordado en este trabajo, el hecho que el Tribunal trazó una clara distinción entre declaraciones falsas o actos fraudulentos cometidos por un vendedor de aquellas declaraciones o actos realizados por la administración de

la compañía afectada (o cualquiera de sus miembros, por ejemplo, el Gerente General). En este sentido, dicha Corte sostuvo lo siguiente:

“If the Company’s managers intentionally misrepresent facts to the Buyer without knowledge of falsity by the Seller, then the Buyer cannot obtain rescission or damages, but must proceed with an Indemnity Claim subject to the Indemnity Funds liability cap. Likewise, the Buyer may not escape the contractual limitations on liability by attempting to show that the Seller acted in a reckless, grossly negligence, or negligent manner”. Este caso ha sido ampliamente discutido por profesionales y académicos. Existen algunos comentarios muy interesantes e interpretaciones sobre este aspecto particular de la decisión. Destacando el riesgo de que se pueda derivar para los fondos de capital privado a partir de su relación con la administración de las empresas que comprenden su portafolio de inversión, Todd E. Lenson y David I. Schultz explican que:

“(...) private equity sponsors should be aware that any knowledge obtained by its principals, employees, or agents—including when those persons serve as officers or directors of portfolio companies— is likely to be attributable to the firm as a whole and could support a buyer’s claim that the private equity seller had knowledge of a misrepresentation made by

2. *Ibid.*, p. 54. Traducción libre: “pueda demostrar y sea: 1) que el vendedor [PEP] sabía que las declaraciones contractuales acerca de la empresa y garantías eran falsas; o 2) que el vendedor mismo [PEP] le mintió al Comprador [ABRY] sobre una declaración o garantía contractual”.
3. *Ibid.*, p. 3. Traducción libre: “(...) Cuando un vendedor tergiversa intencionalmente un hecho contenido en un contrato –es decir, cuando un vendedor miente– la política pública no permitirá una disposición contractual que restrinja el remedio contractual del comprador con una limitación en el monto a ser reclamado por daños. Más bien, el comprador es libre de presentar un reclamo para resolver el contrato o solicitar una indemnización completa de daños. Mediante este equilibrio, pretendo dar un reconocimiento justo y eficiente a las políticas públicas establecidas por la libertad contractual y por la ley de fraude”.
4. *Ibid.*, p. 55. Traducción libre: “Si los administradores de la empresa tergiversaron intencionalmente hechos declarados al Comprador sin que el vendedor tenga el conocimiento de dicha falsedad, el comprador no podrá obtener la resolución o daños, sino que debe proceder con un reclamo de indemnización sujeto a la limitación de responsabilidad de indemnización. Del mismo modo, el comprador no puede librarse de las limitaciones contractuales en materia de responsabilidad por tratar de demostrar que el vendedor actuó de manera irresponsable, con negligencia grave o de manera negligente”.

*the portfolio company in a purchase agreement or otherwise*⁵. En la misma línea de pensamiento, Willkie Farr & Gallagher LLP explican en un memorando a sus clientes (publicado en su página web) que:

*"although a private equity seller cannot protect itself against knowing misstatements, even when only communicated by the portfolio company being sold, the seller can protect itself against misrepresentations by the company that it is not aware are false"*⁶.

En conclusión, la decisión del caso *Abry* ofrece algunas lecciones valiosas para el caso hipotético presentado al inicio del presente artículo para efectos del análisis propuesto. En primer lugar, el caso *Abry* aclara que el fraude cometido por la administración de la sociedad afectada no se traduce automáticamente como el fraude del vendedor, dejando así la puerta abierta para que el vendedor afirme que no era consciente de la conducta fraudulenta o actos cometidos por el equipo de administración de la empresa objetivo. En segundo lugar, si bien el Tribunal no nos otorga una postura u orientación clara sobre cuáles son los requisitos para atribuirle responsabilidad al vendedor por las declaraciones realizadas de manera fraudulenta por el equipo de administración de la compañía objetivo, los comentaristas de este caso han interpretado que el grado de proximidad e interacción entre

la administración de la compañía y el vendedor puede llegar a ser crucial para poder determinar la atribución de responsabilidad por dicha declaración fraudulenta.

III. LA REGULACIÓN PERUANA Y POSIBLES INTERPRETACIONES SOBRE LA MATERIA

Regulación peruana (así como en otros países de América Latina) tiene una norma expresa que, como una cuestión de principio, prohíbe a las partes del contrato de compraventa de acciones excluya o limite contractualmente su responsabilidad por los actos realizados con dolo o culpa inexcusable⁷. Esta restricción se califica como una norma imperativa que no permite que las partes acuerden lo contrario. Por lo tanto, volviendo a nuestro caso hipotético, no hay duda que, bajo la ley peruana, el dolo del Grupo Familiar o culpa inexcusable al realizar las Declaraciones y Garantías del SPA impediría que el Grupo Familiar se beneficie con cualquier limitación de responsabilidad acordada en el SPA.

No obstante, no queda claro bajo la ley peruana si el Grupo Familiar debe ser considerado responsable de forma total, es decir, dejando sin efecto cualquier limitación de responsabilidad establecida en el SPA, por las declaraciones realizadas (o información proporcionada) por la administración de la compañía objetivo con

5. Ver: LENSON, Todd E. and & SCHULTZ, David I., *Lies, Damn Lies, and fraud Claims in M&A Transactions*, http://www.deallawyers.com/nonMember/podcast/Lenson_item2.pdf, p. 9. (Visto por última vez el 19 de diciembre de 2013 9:00am). Traducción libre: "(...) los patrocinadores del private equity deben ser conscientes que cualquier conocimiento obtenido por sus directores, empleados o agentes –incluyendo cuando esas personas se desempeñan como directores o administradores de una de las empresas del portafolio de inversión– es probable que sea imputable a la empresa en su conjunto y podría respaldar el reclamo de un comprador que el vendedor de private equity tenía conocimiento de una declaración falsa hecha por la empresa de la cartera en un contrato de compra o de otra forma".
6. Ver: Memorando Público del Cliente de Willkie Farr & Gallagher LLP, "Delaware Chancery Court enforces contractual restrictions on buyer's remedies in stock purchase agreement and confirms that restrictions will not apply in case of actual fraud", http://www.willkie.com/files/tbl_s29Publications%5CFileUpload5686%5C2242%5CDelaware_Chancery_Court_Enforces_Contractual_Restrictions.pdf. (Visto por última vez el 19 de diciembre de 2013 9:00am). Traducción libre: "aunque un vendedor de private equity no puede protegerse contra el conocimiento de declaraciones equivocadas, incluso cuando sólo son comunicadas por la empresa de su portafolio de inversión que se está vendiendo, el vendedor puede protegerse contra las declaraciones incorrectas realizadas por la empresa de las que no tiene conocimiento que son falsas".
7. Artículo 1328° del Código Civil Peruano.- "Es nula toda estipulación que excluya o limite la responsabilidad por dolo o culpa inexcusable del deudor o de los terceros que éste se valga".

dolo o culpa inexcusable (sin conocimiento del Grupo Familiar y a pesar de que el Grupo Familiar haya realizado una debida investigación y consultas a los miembros de la administración de la compañía). En este sentido, el artículo 1325⁸ del Código Civil peruano establece que *"el deudor que para ejecutar la obligación se vale de terceros, responde de los hechos dolosos o culposos de éstos, salvo pacto en contrario"*. Desafortunadamente, este artículo no proporciona ninguna orientación en cuanto a lo que debe entenderse como "valerse de terceros para ejecutar una obligación". Claramente, dicho supuesto abarca el caso de un deudor que delega en su totalidad a un tercero el cumplimiento de sus obligaciones contractuales⁹, pero deja una interrogante cuando se trata de un caso como nuestro caso hipotético.

Esta incertidumbre ha creado cierta confusión en el mercado peruano y ha llevado a algunos abogados locales a interpretar que el Grupo Familiar no podía confiar en sus limitaciones de responsabilidad contractual en virtud del SPA en caso que haya una inexactitud o falsedad en las Declaraciones y Garantías y esté probado que la Administración actuó de manera con dolo o culpa inexcusable en relación con dicha falsedad o inexactitud, independientemente de que el Grupo Familiar haya tenido conocimiento o no de tales actos.

En nuestra opinión, esta interpretación es incorrecta. Dejando de lado el hecho que tal artículo se refiere a la ejecución de "obligaciones" (siendo discutible si las Declaraciones y Garantías calificarían como tal bajo la ley peruana y considerando que usualmente el SPA contiene una cláusula con la obligación de las partes de formular Declaraciones y Garantías que sean

verdaderas y exactas al momento del cierre de la operación), entendemos que –en nuestro caso hipotético– el Grupo Familiar no está ejecutando la prestación a su cargo (formular Declaraciones y Garantías verdaderas y exactas o de elaborar *disclosure schedules* completos) a través de la Administración. Dicho prestación está siendo ejecutada directamente por el Grupo Familiar. El hecho que el Grupo Familiar requiera de la asistencia o información de la Administración –para que el Grupo Familiar pueda estar en condiciones de formular Declaraciones y Garantías verdaderas y exactas o para preparar los anexos de divulgación (*disclosure schedules*)– no significa que el Grupo Familiar haya encomendado o delegado a la Administración la ejecución de su obligación de divulgación.

La interpretación opuesta impondría una norma de responsabilidad objetiva en el Grupo Familiar por los actos cometidos con dolo o culpa inexcusable no sólo por el Grupo Familiar, sino también por la Administración, e iría aún más lejos al extender dicha responsabilidad por dichos actos cometidos a cualquier tercero a quienes el Grupo Familiar haya solicitado asistencia o información como parte de su proceso interno de obtención de información para cumplir con su obligación de divulgación (por ejemplo, la información proporcionada por asesores financieros externos, asesores legales externos, etcétera). Esta interpretación sería incompatible con el principio legal que requiere a cualquier deudor actuar con diligencia ordinaria cuando ejecuta sus obligaciones⁹. Basados en este principio, se esperaría que el Grupo Familiar actúe con diligencia ordinaria cuando prepara y realiza las Declaraciones y Garantías del SPA (y los anexos de divulgación correspondientes) y, considerando que el Grupo Familiar no ha

8. El típico ejemplo para este artículo es el siguiente: Juan contrata a Patricio el pintor para pintar la sala de su casa el 29 de octubre del 2014. Patricio, no pudo hacerlo en la fecha acordada por lo que le pide a su hermano, Raúl –quien también es pintor– realizar el trabajo. Raúl se confunde y pinta el baño y los pasillos en lugar de la sala. A pesar de que Raúl fue el quien se equivocó al ejecutar la prestación; Patricio será el responsable de error de Raúl. Ello debido a que Patricio decidió ejecutar la prestación a través de Raúl; es decir, se valió de Raúl para ejecutar la prestación.

9. Artículo 1314^o del Código Civil Peruano.- *"Quien actúa con la diligencia ordinaria requerida, no es imputable por la inejecución de la obligación o por su cumplimiento parcial, tardío o defectuoso"*.

estado directamente involucrado en el día a día de Target, la diligencia ordinaria requiere que el Grupo Familiar realice la debida consulta a la Administración en relación a los conceptos incluido en las Declaraciones y Garantías que comprendan información de Target. Por lo tanto, la interpretación en cuestión podría sancionar a aquellos que actúan en la diligencia máxima aumentando su exposición de responsabilidad: mientras más diligente es uno, más consultas realiza; a más consultas realizadas, más terceros involucrados; y a más terceros involucrados, mayor exposición de responsabilidad por cualquier acto doloso o realizado con culpa inexcusable de cualquiera de los terceros a los que se les realizó dichas consultas (y por los que se tendrá que responder sin considerar los límites de responsabilidad establecidos en el contrato).

IV. CONCLUSIONES

1. La interpretación del Artículo 1325° del Código Civil peruano ha creado cierta incertidumbre en relación a la aplicación de una norma de responsabilidad que puede afectar a los vendedores por los actos dolosos o realizados con culpa inexcusable por el equipo de administración de una empresa objetivo. Creemos que tal norma de responsabilidad no puede ser deducida del artículo 1325°.
2. Salvo la existencia de un acuerdo expreso entre las partes del SPA, los vendedores no deben ser expuestos al riesgo de ser considerado responsable más allá de las limitaciones de responsabilidad establecidas contractualmente por los actos dolosos o realizados con culpa inexcusable por el equipo de administración de la empresa objetivo, siempre que (i) hayan actuado con la diligencia ordinaria

legalmente exigida para la ejecución de sus obligaciones de divulgación en el marco del SPA (las cuales, en mi opinión, en ciertas circunstancias implica la realización de la debida investigación o cuestionamiento a las personas adecuadas para cada caso) y (ii) no hayan sido conscientes de los actos dolosos o con culpa inexcusable cometidos por el equipo de la administración de la empresa objetivo. Adicionalmente, de manera similar a lo que ha sido interpretado por la ley de Delaware, creemos que el grado de proximidad entre los vendedores y el equipo de la administración de la empresa objetivo desempeña un papel crucial en la evaluación de la responsabilidad del vendedor bajo la ley peruana¹⁰.

3. Frente a una situación como la planteada, sin duda el vendedor responderá por los daños causados al comprador por la inexactitud de las Declaraciones y Garantías hasta el límite que haya sido establecido contractualmente (en el caso hipotético el límite establecido es de 10% del precio mientras el daño ocasionado ascendía a 50% del precio). No obstante, al negociar los contratos de adquisición bajo la ley peruana, los compradores deben ser conscientes que el riesgo asociado con pérdidas por encima de los límites establecidos por las limitaciones de responsabilidad contractual, (es decir, en nuestro caso hipotético, cualquier cifra por encima del 10% del precio), derivada de actos dolosos o culpa inexcusable del equipo de la administración de la empresa objetivo, podrían llegar a ser asumidos por los compradores por lo menos en aquellas circunstancias en las que no existe proximidad entre la administración de la compañía objetivo y los vendedores.

10. Un alto nivel de proximidad entre el vendedor y el equipo de la administración de la empresa objetivo puede llevar a la conclusión de que las acciones de la administración en el marco de la transacción se pueden realizar en representación del vendedor o actuando –ambos– como la misma parte en la transacción. Desafortunadamente, la regulación peruana no brinda ninguna guía para la evaluación y medición de tal proximidad.